جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المحاسبة

أثر العائد والمخاطرة على قرار الاستثمار في الأوراق المالية

دراسة ميدانية

رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

إشراف

الدكتور عبد الرحمن مرعي

إعداد

نائلة فتحي زكريا

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى على نعمته وتوفيقه في إنجاز هذه الدراسة ، والصلاة والسلام على سيدنا محمد عليه أفضل الصلاة والسلام وبعد ....

يسعدني أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لـ

الدكتور عبد الرحمن مرعي

لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة ، والذي كان لملاحظاته القّيمة وتوجيهاته السديدة أبلغ الأثر في إتمامها ، كذلك يطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر لأعضاء اللجنة :

الأستاذ الدكتور خلف مطر الجّراد

والأستاذ الدكتور إسماعيل إسماعيل

وأتقدم بالشكر والتقدير لكل من أبدى لي رأياً وقدم عوناً أثناء إعداد هذه الرسالة وأخص بالشكر الدكتور قاسم النعيمي والدكتور فريد الجاعوني.

الباحثة

الإهـــداء

والدي الحبيب

أخي وأخواتي

أصدقائي ......

نائلة

فهرس

الإطــار العــام للدراسـة

أثر العائد والمخاطرة على قرار الاستثمار

في الأوراق الماليّة

مقدمة:

يتّجه أغلب المستثمرين إلى أسواق الأوراق الماليّة لاستثمار أموالهم وفوائض تدفقاتهم النقدية وذلك لإيمانهم أنَّ الاستثمار في الأوراق الماليّة يحقّق مزايا أهمُّها الأمان من أنَّ الورقة الماليّة جيدة وإلاَّ لما أدرجت في البورصة، السيولة الدائمة للورقة المالية (إمكانية البيع والشراء في أيَّة لحظة) والعدالة من أنَّ المستثمرين جميعهم يحصلون على المعلومات نفسها المتعلقة بالأوراق الماليّة المدرجة.

فعملية الاستثمار هذه تعني أنَّ المستثمر يضحِي بالقيمة الجارية المؤكدة لمبالغ محددة مقابل الحصول على قيمة أكبر غير مؤكدة مستقبلاً لذلك على المستثمر أن يدرك أولاً حجم المخاطر المحيطة بالعملية الاستثمارية وبالعوائد المتوقعة (دورية أو رأسمالية) وبالتالي يحدد هدفه الاستثماري، لأنَّ هناك نماذج مختلفة من المستثمرين منهم المستثمرون الحصيفون والمستثمرون غير الحصيفين ،المستثمرون المخاطرون والمستثمرون غير المخاطرين ولكل نموذجٍ من هذه النماذج المخاطر الخاصة باستثماراته وعوائده الاستثمارية، فالمخاطر في أبسط تعريف لها عبارة عن مقدار التغيرات في العائد أو صافي التدفقات النقدية الواردة من الاستثمار عمَّا كان متوقَّعاً فهي تشير إلى احتمال حدوث بعض الحوادث غير المرغوب فيها، وتقسم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق الماليّة إلى نوعين:

المخاطر المنتظمة أو الدورية (systematic risk): تؤثِّر على جميع الأوراق الماليّة في السوق ولا يمكن للمستثمر تجنبها وتؤدي في النهاية إلى تغير في عائد الورقة الماليّة.

والمخاطر غير المنتظمة (unsystematic risk): تؤثر في العائد المتوقع من استثمار معين وترجع إلى طبيعة النشاط الذي ينتمي إليه المشروع أو إدارة المشروع ومدى كفاءتها في تشغيل الموارد المالية المتاحة لها.

لذلك، وانطلاقاً من أهمية هذه العلاقة بين العائد والمخاطر وأثرها على الاستثمار في الأوراق الماليَة وخاصة أننا أمام بدايات لسوق أوراق مالية وجد الباحث ضرورة تسليط الضوء ودراسة هذه العلاقة بهدف وضع أسسٍ وقواعدَ للعملية الاستثمارية تنسجم مع هدف المستثمر من استثماراته.

مشـكلة البحـث:

يُقحم العديد من الناس أنفسهم في المجالات الاستثمارية المختلفة دون دراية ووعي لخصائص ومخاطر العملية الاستثمارية وخاصة في أسواق الأوراق المالية ويقومون بالتالي بعمليات البيع والشراء استناداً لعوامل الحظ أو لملاحظتهم أنَّ الناس يقبلون مثلاً على شراء ورقة مالية معينة (عامل القطيع)، وليس بناءً على دراسات علمية تأخذ بالاعتبار المخاطر المحيطة بالاستثمار وعدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية من ذلك الاستثمار.

يهيّئ الاستثمار في الأوراق المالية أمام المستثمر الفرص التي تمكنه من زيادة ثروته، إلا أنهَّا بالمقابل تحيط بهذه الفرص العديد من المخاطر إذا لم يحسن تفسير الأحداث والتنبُّؤ بالاتجاهات الاقتصادية والسياسية، ومن ثم يمكن القول: إنَّ الاستثمار المالي المتمثل في امتلاك أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) يستلزم من المستثمر أن يكون على دراية بخصائص وميزات الاستثمار في السوق المالي (النظامي أو غير النظامي)، هذا بجانب اعتماد الأسس العلمية في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية.

بناء على ما تقَّدم يمكن تلخيص مشكلة البحث بالأسئلة الآتية:

1. مدى فهم المستثمر للعلاقة بين العائد والخطر عند اتخاذه القرار الاستثماري.

2. مقاييس الخطر المعتمدة من قبل المستثمر (الواعي للعملية الاستثمارية، وغير الواعي لها) والتي تؤثر على قراره الاستثماري.

3. مدى اعتماد المستثمر على تنويع استثماراته.

4. مدى احتفاظ المستثمر بالورقة المالية وأثر ذلك على عوائد ومخاطر الورقة المالية.

هدف البحث:

يهدف الباحث من خلال هذا البحث إلى تسليط الضوء على أهميَّة أخذ المخاطر المرافقة لكل عملية استثمارية بعين الاعتبار، وبالتالي إيجاد مؤشرات تساعد المستثمر عند استخدامها والاعتماد عليها من ترشيد قراراته الاستثمارية بشأن البدائل الاستثمارية المعروضة. إنّ عملية اختيار المستثمر لبديل استثماري ما تتطلب منه تقدير وتقييم العوائد المتوقع الحصول عليها من كل بديل وبالوقت نفسه تقدير المخاطر المحيطة بكل بديل استثماري. لذلك كان لابد من تسليط الضوء على:

1. الأنواع المتعددة للاستثمار في الأوراق المالية.
2. العوائد المرافقة لكل منها، وأساليب تعظيمها.
3. المخاطر المرافقة لهذه العوائد وكيفية تخفيض آثارها.
4. الممارسات الاستثماريّة المختلفة والتي لا تستند على أساس علمي وأبرزها عدم وضوح الهدف لدى المستثمر (الارتباط بورقة مالية معينة والثقة الكلية بها، الانسياق وراء غريزة القطيع......).
5. تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة.

أهميّة الدراسة:

تنبع أهمية البحث من أنّه سيقدم للمستثمرين إرشادات ومؤشرات تمكن المستثمر حين استخدامها من تعظيم عوائده الاستثمارية وتقليل المخاطر المرتبطة باستثماراته أي تمكنه من الربط بشكل علمي بين العوائد المتوقعة والمخاطر المرافقة لها، وبالتالي اختيار الاستثمار الأمثل.

فروض البحث:

- الفرض الأول: هناك علاقة بين العوائد المتوقعة من القرار الاستثماري والمخاطر المرتبطة بها.
- الفرض الثاني: هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات.
- الفرض الثالث: هناك علاقة بين مدّة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بها.

الدراسات السابقة:

1- دراسة Steiner, Ammann (2008)[1]

تناولت "عوامل الخطر في سوق الأسهم السويسرية " Risk Factors for the Swiss Stock market" حيث درست إمكانية تطبيق نموذج Carhart (1995) ومدى شرعيته وقدرته على تفسير العوائد ووجدت ما يلي:

أ) بلغ متوسط علاوة عامل خطر السوق 7.16% سنوياً، أما فيما يتعلق بالعوامل الأخرى والتي تم تصنيف المحافظ على أساسها(عامل الحجم، عامل القيمة، عامل القوة الدافعة momentum (عوائد سنة سابقة))، وجد أن العامل الأخير أبرزها حيث بلغ متوسط العلاوة لهذا العامل 10.33%، بينما متوسط علاوة القيمة 2.35%، ومتوسط علاوة الحجم -0.67%.

ب) هناك قوة تفسيرية عالية لانعكاس تأثير هذه العوامل على العوائد الإضافية للمحافظ، مؤكداً ارتباط هذه العوامل (عامل السوق، عامل الحجم، عامل القيمة، عامل القوة الدافعة) مع سوق الأسهم السويسرية.

2- دراسة Swanson, Nguyen (2008)[2]

فحصت العلاقة بين مستوى كفاءة الشركة والأداء اللاحق للسهم وتوصلت إلى أنَّ العائد الذي حققته المحفظة المكونة من أسهم الشركات الأقلُّ كفاءة كان أفضل من العائد المحقق على المحفظة المكونة من أسهم شركات ذات كفاءة أعلى، وإنِّ إتباع استراتيجية الشراء والاحتفاظ لمدة خمس سنوات تولد عنها عائد متراكم زاد بمقدار 44% لصالح الشركات الأقل كفاءة، مع ملاحظة أنَّ الجزء الأكبر من هذا الاختلاف في العائد بين المحفظتين تحقق في السنة الأولى والثانية ثم انخفض مع الزمن على اعتبار أنَّ الشركات الأقل كفاءة عملت على تحسين كفاءتها للحفاظ على موقعها التنافسي وبالتالي عملت على تخفيض معدل العائد المطلوب.

إن مستوى كفاءة الشركة لها دور هام في تحديد عوائد السهم، يجب أخذها بعين الاعتبار في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

---

1 Ammann, Manuel, Steiner, Michael,2008, "Risk Factors for the Swiss Stock Market", Swiss Journal of Economics and Statistics, vol. 144(1), pp.1-35

2 Giaq X. Nguyen, Peggy E. Swanson, 2008 "Firm characteristics, Relative Efficioncy and equity Returns" Financial Management Association, www.FMA.org

3- دراسة زين الدين(2005):[1]

هدف البحث إلى دراسة أثر مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف على كل من العائد الرأسمالي والعائد الجاري لأسهم الشركات الأكثر نشاطا والمقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، وتوصلت إلى أنّ هناك أثراً جوهرياً لمخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائدة (المتغيران معاً وكل على حدا) على العائد الرأسمالي لأسهم الشركات الأكثر نشاطا بنسبة 30.3% من إجمالي الشركات المكونة لعينة البحث، وكانت العلاقة سلبية بين مخاطر سعر الصرف و العائد الرأسمالي لأسهم قطاع الخدمات المالية، في حين كانت تلك العلاقة ايجابية والعائد الرأسمالي لأسهم قطاع الأعمال، أما بالنسبة لمخاطر سعر الفائدة فكانت العلاقة سلبية بين مخاطر سعر الفائدة والعائد الرأسمالي للسهم بالنسبة لجميع الشركات.

كما بينت وجود علاقة جوهرية سلبية بين مخاطر الفائدة والعائد الجاري لأسهم الشركات بنسبة 15.15% من إجمالي الشركات المكونة لعينة البحث، في حين لا يوجد أثر لمخاطر سعر الصرف على العائد الجاري لأسهم الشركات.

4- دراسة Maghyereh (2003)[2]:

درست العلاقة بين العائد المتوقع والخطر في سوق رأس المال الأردني، وذلك باستخدام نموذج GARCH-M، حيث أوضحت النتائج وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين العائد المتوقع والمخاطرة في هذه السوق، أي: إنَّ الخطر تمَّ تسعيره في سوق عمان، وأمكن استنتاج أن المستثمر الأردني تسوده شخصية المستثمر الكاره للخطر فيما يتصل بإجمالي المخاطر المتوقعة والتي تبدي علاقة موجبة مع العوائد المتوقعة، كما أنَّ سوق عمان تعرض لعدد من التغيرات (المخاطر) القوية والتي ظهر انه من خلال الأداء التاريخي للسوق يمكن التنبؤ بها، بكلمات أخرى يمكن للمستثمر في سوق عمان أن يستفيد من تلك النتائج عند وضع استراتيجيته الاستثمارية.

[1] زين الدين، محمد حمود،" اثــر المخاطر المالية على عوائد وأسعار أسهم"، رسالة لنيل درجة الماجستير، جامعة عين شمس،2005.

[2] Issa Maghyereh, Aktham, 2003, The Empirical Relationship Between Expected Return and Risk in Amman Stock Exchang, Hashemite University, Departmenr of Finance and Banking,www.ssrncom.

5- دراسة د. مصطفى (2000) [1]:

عرضت "دور المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم"، حيث اهتمت ببيان ما إذا كانت المتغيرات المالية التي تحتويها التقارير والقوائم المالية والممثلة في (معدل نمو الأصول، حجم الأصول، معدل التوزيعات المدفوعة، معدل السيولة، معدل الاقتراض، التغير في الأرباح، بيتا السوقية) يمكن أن تفسر التغير في درجة المخاطرة السوقية المدركة بواسطة المحللين الماليين في سوق الأوراق المالية في مصر وتوصلت إلى:

- إنَّ قدرة المعلومات المالية في تفسير درجة المخاطر السوقية المدركة بوساطة المحللين الماليين ضعيفة ولكن بعد إضافة متغير يشير إلى نمو الأرباح المتوقعة لشركات الدراسة ارتفعت القوة التفسيرية، مما يعني أنَّ المحللين الماليين لا يعتمدون بدرجة كبيرة على المعلومات الواردة في القوائم المالية عند تقدير الخطر، كما أنَّ الإيرادات المتوقعة في المستقبل تعتبر عنصراً أساسياً في تشكيل المخاطر المدركة من قبل المحللين.
- إنَّ إدراك المحللين الماليين كمقياس للمخاطر السوقية يتفوق على المقياس (بيتا) الذي يقيس المخاطر بناء على بيانات تاريخية خاصة في الأسواق الناشئة التي لا تتميز بمستوى مرتفع من الكفاءة.

منهج البحث:

سيقوم الباحث في إنجازه لبحثه على منهج مختلط يجمع بين الاستنباط والاستقراء وذلك:

بالاعتماد على ما كتب في مجال الاستثمار في سوق الأوراق المالية والمخاطر المحيطة بها وكيفية تصنيف هذه المخاطر والعمل على وضع ضوابط لها، وتحليل العلاقة بين العائد والخطر في إطار الاستثمار المفرد والاستثمار ضمن المحفظة، وانعكاس ذلك على قيمة السهم.

أما الجانب العملي فلقد قامت الباحثة بتصميم استبانه تضمنت معلومات عامة عن المشاركين في إجابات الاستبيان من حيث مؤهلاتهم وتخصصاتهم وطبيعة عملهم، كما تم توزيع هذه الاستبانة على عينة عشوائية من ذوي الاختصاص والأكاديميين والمهنيين العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية وشركات الوساطة المالية والشركات المساهمة. وذلك بهدف التأكد من صحة الدراسات النظرية التي قامت بها وتدعيماً للفرضيات التي وضعتها.

---

[1] مصطفى، نهال فريد ،2000، دور المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، مصر، العدد الأول، ص ص 895-943.

الفصل الأول

المفاهيم الأساسية للاستثمار وأدواته

المفاهيم الأساسية للاستثمار وأدواته

المقدَمة:

يعدّ الاستثمار واحداً من أكثر أشكال النّشاط الاقتصاديّ حضوراً ومثار اهتمام من قبل الدارسين والمهتمين بل من قبل متّخذي القرار السياسيّ والاقتصادي فهو ركنٌ أساسيّ من أركان الحياة الاقتصادية، ويعدّ سبيلاً بالغ الأهمية لتحقيق التطور والتنمية الاقتصادية.

ويوجّه الاستثمار الأصول المملوكة أو المقترضة (مقابل فوائد معينة يتحملها) بغرض تحقيق إيرادات كافية تغطّي هذه الأصول وتكاليفها (وهوامش المخاطر المتوقعة) وتحقّق عائداً ايجابياً إضافياً.

ولنجاح هذه العملية على المستثمر أن يدرك مفهوم الاستثمار(نماذجه، أهدافه، والمقومات الأساسية للقرار الاستثماري)، وأن يتّبع الأساليب والطرق العلمية للمفاضلة بين بدائل الاستثمار المتاحة وتحديد خصائصها وذلك بما ينسجم مع هدفه الاستثماري.

يقوم الباحث من خلال هذا الفصل بمناقشة المواضيع الآتية:

المبحث الأول: تحديد مفهوم بالاستثمار.

المبحث الثاني: الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأوّل

مفهــوم الاســـتثمار investment concept

تعريف الاستثمار:

يستمدّ الاستثمار أصوله العلمية من علم الاقتصاد، كون مضمونه يــشير إلـــى التخــصيص الكفء للموارد المتاحة وتقييمـــها، إذ أنّ الاستثمار له صلة بالاســـتهلاك و الـــدخل والادخـــار والاقتراض[1]، حيث يمثّل الاستثمار الطّلب على أموال الإنتاج أو أنّه الفرق بين الـــدخل المتـــاح والطلب على أموال الاستهلاك[2]، وتؤدي زيادة الاستثمارات إلى ارتفـــاع الـــدخل والتوظيـــف وينعكس هذا بدوره على التغير في الاستهلاك الذي ينعكس على الطلب الفعّال، وتعــدّ ســـوق الأوراق المالية السوق الخاصة لكل من الادخار والاستثمار، إذ تعدّ من أهم القنـــوات الرئيـــسة لانسياب المدخرات إلى النشاطات الاستثمارية من خلال ربط عرض الأموال بالطلب عليها.

الاستثمار "توظيف للأموال لفترة زمنية محددة، للحصول على تـــدفقات نقديـــة مـــستقبلية، تعويضا عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخّم وتقلب تلك التدفقات[3]"

الاستثمار "بشكل مبسط أداة يضع فيها المستثمر مدخراته المالية بهدف الحصول على عائـــد دوري أو زيادة في القيمة" [4].

إذاً، الاستثمار عملية تتطلب إنفاق مبلغ معروف ومحدّد اليوم مع توقّع الحصول على عوائد مستقبلية غير مؤكدة[5] أي: إن المستثمر يضحّي بالقيمة الجارية المؤكدة لمبالغ محـــددة مقابـــل الحصول على قيمة أكبر غير مؤكدة مستقبلاً .

فتوظيف الأموال ليس بالأمر السهل، لاسيما في ظل تعدد الخيارات وبدائل الاستثمار أمـــام الفوائض المالية، والتي بدورها تفرض على المستثمر المفاضلة بينها فـــي ظـــلّ الاعتبـــارات الآتية:[6]

- معدل العائد المتوقع: العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه من استثماراته.

---

[1] معروف ،هوشيار ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء ،عمان، 2003، ص16.

[2] الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة ،دار النهضة العربية ،القاهرة، 2000،ص64.

[3] Francis, Jack ,Investment, 5th.-ed., New York, U.S.A, 1991,p1.

[4] Gitman, Lawrence. J, Fundamental of investing , 9th. Ed., Pearson Addison Wesley, New York, 2005, p11.

[5] Higgins, Robert. C , Analysis for Financial Management, IRWIN, U.S.A, 1984.p197.

[6] مطر، محمد عطية ، مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات ، المحاسب القانوني العربي ،ع/5/، 1986، ص 27.

- درجة المخاطرة: احتمال اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع من قبل المستثمر وكلما زاد هذا الاحتمال، فإنه مؤشر لزيادة المخاطرة.
- اعتبارات السيولة: سهولة التسويق، أي: القدرة على تسييل الأداة الاستثمارية بسرعة وبسعر مناسب.
- كلفة الفرصة البديلة: خسارة خيار فرص استثمارية كان يمكن القيام بها لو لم يأخذ المستثمر قراره.

بناءً على ما تقدم ترى الباحثة أن الاستثمار بشكل مبسط هو:

إرجاء الاستهلاك في الحاضر إلى المستقبل، أي: التضحية بالأموال الحاليّة في سبيل الحصول على أموال مستقبلية، حيث تأخذ التضحية مكانها في الحاضر وهي مؤكدة، أما العائد فيأتي في المستقبل على شكل إيرادٍ دوري أو زيادةٍ في القيمة، وهو غير مؤكدٍ تحيطه المخاطر بجميع أنواعها.

تصنيف الاستثمارات:

يمكن تصنيف الاستثمارات وفق معايير أو أسسٍ متعددةٍ والتي منها:

أولاً: المجالات

ثانياً: الزّمن

ثالثاً: المخاطر

رابعاً: طبيعة الحقّ

أولاً: تصنيف الاستثمارات حسب مجالاتها:

يمكن توزيع الاستثمارات حسب مجالاتها الرئيسة إلى:

الاستثمارات المادية (الممتلكات)

الاستثمارات المالية

آـ الاستثمارات المادّية (الممتلكات)[1]

تتناول الاستثمارات المادية الموجودات الحقيقية Real Assets مثل الذهب والفضة والمعادن النفيسة والتحفيات الأثرية واللوحات المتميزة والأراضي والعقارات......ويمثل هذا النوع الأسلوب التقليدي للاستثمار، إذ يشكل السمة الأساسية للاستثمارات في المجتمعات غير المتطورة.

تعود هذه الاستثمارات بمزايا عديدة على أصحابها حيث تعدّ:

[1] معروف، هوشيار ، مرجع سابق، 2003، ص16.

- فرصة للتحوط من تقلبات الأسعار وخاصة من التضخم.
- فرصة لتنويع الأدوات الاستثمارية وهذا بالتأكيد يزيد من فرص الربحية ويقلل من مخاطر التركز في مجال استثماري معين أو في أداة محددة بالذات.
- الإحساس الذاتي بالرضا في الملكية الشخصية وخاصة وأنّ ملكية الموجودات الحقيقية من حيث الكم والنوع والفترة تخضع لقرارات أصحابها وللظروف المحيطة بهم بينما في المقابل تعتبر ملكية الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى خاضعة لشروط التعاقد الخاصة بها وثم القرارات وظروف الجهات المصدرة لها وأخيراً لقرارات حامليها.

ومقابل هذه المزايا إنّ الموجودات الحقيقية بعكس الأسهم والسندات والعديد من الأدوات الأخرى تعاني من مشكلة التحّول السريع إلى السيولة النقدية مما يعيق عملية تيسير الكثير من مهمات المستثمر ونشاطاته وإشباع حاجاته اليومية.

فضلاً عن ذلك فإنّ غالبية الموجودات الحقيقية تحّمل أصحابها تكاليف الخزن والحماية والتأمين بدلاً من الفوائد المنتظمة.

ب- الاستثمارات المالية:

إن الاستثمار الماليّ هو عبارة عن قطعة من الورق تمثّل دليل ملكية أو دينٍ للمستثمر كما أنّها تحدد حقوقه، ويطلق عليها اسم الورقة المالية[1]، والورقة المالية حسب معايير المحاسبة الدولية IFAS هي "عقد ينشأ عنه أصل ماليّ لدى منشأة ما و التزام مالي أو حقّ ملكيةٍ لدى منشأةٍ أخرى[2]".

يمكن أن يأخذ الأصل الماليّ الأشكال الآتية:

- نقدية.
- حق عقدي يمنح المنشأة الحق في الحصول على نقد أو على أصل مالي آخر من منشأة أخرى.
- حق عقدي لتبادل أدوات مالية مع منشأة أخرى ضمن شروط من المحتمل أن تكون إيجابيةً؛ أو
- أنها حق ملكيةٍ في منشأة أخرى.

أمّا الالتزامات المالية فهي التزامات تمثّل عقود ملزمة للقيام بـــ :

- أن تقدم نقداً أو أصلاً مالياً آخر لمنشأة أخرى؛ أو

[1] الحناوي، محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص5.

[2] International Financial Accounting Standards, no 32, par11, 2006.

- أن تتبادل أدوات مالية مع منشأة أخرى ضمن شروطٍ يمكن ألاّ تكون مفضلَة.

أما الأداة المالية التي تمثل حق ملكية فهي أيّ عقدٍ يمثل دليلاً على الحقوق المتبقية في أصول منشأةٍ ما بعد تخفيض كامل التزاماتها.

وهكذا يمكن القول: إنّ الاستثمارات المالية يمكن أن تكون استثمارات ذات علاقة بالأسهم والسّندات وأذونات الخزانة والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والمشتقات (الخيارات، العقود المستقبلية.........).

ومن أهم المزايا التي توفرها أدوات الاستثمار المالي ما يأتي[1]:

- لها أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم، قياساً بأدوات الاستثمار الأخرى، فلها أسواقٌ أوليةٌ وثانويةٌ وأحياناً ثالثةٌ ورابعة، توفر مرونةً للتداول وزيادة سيولتها.
- تكاليف المتاجرة بها منخفضةٌ، فأغلب الصّفقات تتم بوساطة الهاتف أو أية وسيلة اتصال فعَالة، كما أنها لا تحتاج إلى تكاليف خزنٍ أو صيانة.
- تتمتع بخاصية التجانس، فأسهم الشركة A غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، مما يسهل عملية تقويمها واحتساب عوائدها.
- لا تحتاج إلى خبراتٍ ذاتيةٍ من المستثمر، إذ بالإمكان لأيّ مستثمر دخول أسواقها بغضّ النظر عن إمكانيته المادية والاجتماعية والثقافية، لوجود متخصصين من الوسطاء والسماسرة لتقديم الخدمات الاستثمارية.

يمّثل هذا النوع من الاستثمار السمة المميزة للاستثمارات في المجتمعات المتقّدمة اذ تلعب السوق المالية والمؤسسات المالية دوراً هاماً في انتشار وازدهار هذا النوع من الاستثمار، وخلق أنواع مبتكرة من الأوراق المالية كالمشتقات مثلاً.

ولابدّ من الإشارة إلى أن وجود المؤسسات المتطورة للاستثمار المالي يساعد في انتشار الاستثمارات الحقيقية إذا أنّ هناك علاقةً متكاملةً بين الاستثمارات المالية والاستثمارات الحقيقية فإذا رغبت شركةٌ صناعيةٌ في الحصول على أموال لبناء وحدة صناعية جديدة فإنّ هذا الاستثمار الحقيقيّ يمكن أن يمّول عن طريق بيع الأسهم أو السندات في السوق الأولية، هذه الأسهم تمثل استثماراً مالياً للمشتري يستطيع أن يبيعها في السوق الثانوية ومن الطبيعي أنّ بيع هذه الأسهم في السوق الثانوية لا يحقق نقداً للشركة المصدرة ولكن مجرد وجود هذه السوق يؤدي إلى زيادة جاذبية هذه الورقة، وبالتالي يسهل عملية الاستثمار الحقيقي.

[1] سالم ، عبد الله، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، 1990، ص40.

ثانياً: تصنيف الاستثمارات حسب الزمن:

من الممكن التفريق بين أنواع الاستثمارات وفقاً للمدة الزمنية للاستثمار، وهو أمر اعتباري يختلف بين قطاع وآخر، فهناك استثمارات آنية تؤتي أكلها في بضعة أشهر كناتج الموسم الزراعي الواحد أو تركيب آلة منتجة من بضع قطع سبق أن تم تصنيعها أو استيراد جهاز يوضع مباشرة في التشغيل الإنتاجي، وهناك استثمارات قصيرة الأمد يراوح زمنها بين عام واحد وثلاثة أعوام (ويصل أحياناً إلى خمسة أعوام) كإشادة بناء أو استصلاح أرض أو تأسيس مصنع أو إقامة مرفق، وهناك استثمارات طويلة الأمد يراوح زمنها بين خمس وعشر سنوات (وأحياناً أكثر) كمشروعات التشجير وإنتاج الأخشاب أو إقامة السدود المائية الضخمة أو برامج استحداث تقانات جديدة بما في ذلك من أعمال البحث العلمي والتصميم ثم التطبيق العملي إنتاجياً[1].

أما بالنسبة للاستثمارات في أسواق الأوراق المالية فانه عموماً، تضم الاستثمارات الطويلة والمتوسطة الأجل الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال والتي هي: الأسهم العادية والممتازة والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة، والسندات الحكومية.

أما الاستثمارات قصيرة الأجل فتضم أدوات الأسواق النقدية ومن أهمها شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، والقبولات المصرفية[2].

ثالثاً: تصنيف الاستثمارات اعتماداً على المخاطر المحيطة:

وهنا يتمّ تصنيف الاستثمارات اعتماداً على حجم المخاطر المحيطة بالأداة الاستثمارية فكلّ أداةٍ استثماريةٍ لديها طابع خطر محدد، وكلما زاد احتمال اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع كلما زاد الخطر، وتعدّ أذونات الخزانة من الاستثمارات الآمنة، حيث أنّ العائد الذي يتحقق منها معروف مقدماً، وبالتالي يعدّ خالياً من المخاطر. وعلى الجانب الآخر يعدّ الاستثمار في الأسهم من الاستثمارات الخطرة نسبياً حيث يصعب التنبؤ بمقدار العائد المستقبلي.

عموماً تعدّ الاستثمارات التي تكون المضاربة فيها مرتفعةً ويعتمد تمويلها بشكل كبيرٍ على الدين (كالبيع على المكشوف– التمويل الجزيء للمشتريات) من الاستثمارات المرتفعة المخاطر.

رابعاً: تصنيف الاستثمارات إلى حقّ دين، حق الملكية، المشتقات:

وهنا يتمّ تصنيف الاستثمارات اعتماداً على حقّ صاحب الأداة الاستثمارية إلى:

---

[1] كبارة، محمد بشار، الموسوعة العربية، www.arab-ency.com.

[2] Dudack, Gail, understanding investment strategies, Dudack Research group,www.investerguide.com.

حقّ دين: وتمثل أموالاً تم منحها مقابل دخل ثابت، بالإضافة إلى مبلغ القرض في تاريخ مستقبلي محدد. فعندما يشتري المستثمر أداة دين مثل السند، فهو فعلياً يقوم بإقراض الأموال إلى مصدر هذه الورقة، بالمقابل يوافق مصدر الورقة على تسديد فوائد دورية محددة خلال فترة زمنية معينة بالإضافة إلى مبلغ القرض في تاريخ استحقاق السند.

حقوق الملكية: تمثل ملكيةً مستمرةً في منشأة ما أو ممتلكات، ويتم امتلاكها كورقة مالية أو عن طريق سند ملكية لأصل معين. وتعدّ الأسهم من أكثر الأوراق المالية شعبية والممثلة لحق الملكية[1].

المشتقات: هي أداة مالية ولكن ليست ديناً وليست حق ملكية، وإنما هي عقود ثانوية تشتق قيمتها من الورقة المالية أو الأصل موضوع العقد في وقت محدد في المستقبل[2]

وتعرفُ المشتقات بناء على معيار المحاسبة الدولية رقم 39: أداة مالية تتصف بالمزايا الآتية[3]:

- تتغير قيمتها استجابة للتغير في سعر فائدة محددة أو سعر ورقة مالية، أو في سلعة، أوسعر الصرف الأجنبي، أو مؤشر الأسعار، أو تقييم الائتمان، أو مؤشر ائتمان أو تغيرات مماثلة، أو متغير آخر.
- لا تتطلب استثماراً مبدئياً أو صافي استثمار مبدئي صغير أقل مقارنةً بأنواعٍ أخرى من العقود لها استجابات مماثلة للتغيرات في أوضاع السّوق؛ و
- يتم تسويتها بتاريخ مستقبلي.

كما صنف هذا المعيار الاستثمارات في الأدوات المالية حسب الغرض منها إلى[4]:

- استثماراتٌ ماليةٌ بغرض المتاجرة: تعكس المتاجرة الممارسة النشطة والمتكررة في الشراء والبيع، وتستخدم الأدوات المالية المحتفظ بها للمتاجرة عموما بهدف توليد الأرباح من التقلبات قصيرة الأجل في الأسعار
- استثمارات مالية بغرض الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق: وهي أصولٌ ماليةٌ مع دفعات ثابتة أو قابلة للتحديد أو استحقاق ثابت، للمشروع نية إيجابية وقدرة على الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق.

---

1 Gitman, Lawrence. J, Ibid, 2005,p5.

2 تيَم، فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص254.

3 International Financial Accounting Standards, no 39, par9, 2006.

4 المرجع السابق.

- القروض والذمم المدينة: هي أصول مالية غير مشتقةٍ مع دفعـات ثابتـة أو قابلـة للتحديد والتي لم تصنفْ في السوق النشط (مثل الودائع المحتفظ بها فـي البنـوك، الاستثمارات في أدوات الدين).
- استثمارات مالية متوفرة للبيع: هي أصول مالية غير مشتقة تحددُ بتصنيف متاحـة للبيع أو أنها ليست مصنفة كـ: قروض وذمم مدينة، استثمارات محتفظ بهـا حتـى تاريخ الاستحقاق أو أصول مالية عند القيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة.

المشاركون في العملية الاستثمارية:

تعدّ كلّ من الحكومات – مؤسسات الأعمال – الأفراد العناصر الثلاثة الرئيسية في العمليـة الاستثمارية[1] فكلّ منهم يلعب دور الطالب والعارض للأموال (Supplier and Demander).

ويتطلب نمو الاقتصاد توفر الأموال اللازمة لعمل كلّ مـن الحكومـات ـ المؤسـسات ـ الأفراد، فلو افترضنا أن الأفراد قاموا بعملية اكتناز الأموال بدلاً من استثمارها في المؤسـسات المالية أو أسواق المال فإنّ كلاً من الحكومة ومؤسسات الأعمال سوف تجد صعوبةً كبيرةً فـي الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم ونتيجة لذلك فإنّ الإنفاق الحكومي، وتوسـع منـشآت الأعمال، واستهلاك الزبائن سوف ينخفض وبالتالي تنخفض معه الفعاليات الاقتصادية.

- **الحكومة Government:**

تحتاج الحكومة إلى أموالٍ ضخمةٍ لتمويل مشاريعها طويلة الأجل والمتعلقة ببنـاء المرافـق العامة كالمدارس ـ المستشفيات ـ الجسور....، بالإضافة إلـى حاجتهـا للأمـوال لمقابلـة احتياجاتها التشغيلية (الأموال الضرورية لاستمرارية عمل الحكومة).
وتقوم الحكومة أحياناً بدور عارضي الأموال وذلك عندما يتولد لديها تدفقاتٌ نقديـةٌ داخلـةٌ (الرسوم والضرائب) تزيد عن مدفوعاتها فتستثمرها في استثماراتٍ قصيرة الأجل تحقـق لهـا عائد ايجابي مثل (منح القروض قصيرة الأجل).

- **مؤسساتُ الأعمال BUSINESS:**

تحتاج المؤسسات بمختلف أشكالها (الصناعية ـ التجارية ـ المالية) إلـى مبـالغ ضـخمة لتمويل أصولها الطويلة الأجل (الأصول الثابتة) ولتمويل رأس المال العامل القـصير الأجـل (المخزون ...) وعادة ما تقوم هذه المؤسسات بإصدار أنواع متعددة من أوراق الملكية أو أوراق المديونية.

يتوقف حجم الطلب على الأموال من قبل هذه المؤسسات على عدة اعتبارات منها:

[1] Gitman, Lawrence. J, Ibid., 2005,p7

- سعر الفائدة، فعند ارتفاع أسعار الفائدة، فإن معظم المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق مصادر التمويل الداخلي بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض مثلاً.
- عدد المشاريع المتاحة والمحققة للأرباح.
- تحسن الأوضاع الاقتصادية.

في الوقت نفسه يمكن أيضاً لمنشآت الأعمال من تقديم القروض قصيرة الأجل وفتح الحسابات لزبائنها وفروعها بغرض ترويج مبيعاتها والوقوف في وجه المنافسة من قبل الشركات الأخرى.

- **الأفراد Individuals:**

يمارس الأفراد دوراً مهماً في العملية الاستثمارية فعادةً ما يطلب الأفراد الأموال على شكل قروضٍ وذلك لكي يتمكنوا من شراء الممتلكات مثل السيارات ـ البيوت....، وعلى الرّغم من أن حجم هذه الأموال المطلوبة من قبل الأفراد يعتبر كبيراً إلا أن الأفراد كمجموعة تعتبر عارض رئيسي للأموال، فهي تضخ كميات كبيرة من الأموال في النظام الماليّ بدلاً من أن تأخذ.

يقوم الفرد بدور العارض للأموال عندما يكون لديه فائض في الدخل أو يرغب بإعادة توزيع الأموال ضمن محفظته الاستثمارية، فمثلاً عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج، فإنّ العديد من الأفراد سوف يستبدلون الأموال النقدية المتاحة لديهم باستثمارات في الأوراق المالية. إلاّ أنّ حجم الأموال المعروضة من قبل الأفراد لا تتوقف فقط على ثروتهم وإنّما أيضاً على[1]:

- معدل الفائدة السائد: فارتفاع معدل الفائدة سوف يؤدي إلى ارتفاع حجم الأموال المعروضة من قبل الأفراد.
- مقدار الخطر في الأدوات الاستثمارية المتاحة: فكلّما زاد حجم الخطر انخفض عدد الأفراد الراغبين في الاستثمار في هذه الأدوات.
- مقدار الاحتياجات المالية للنقود: فمثلاً اقتراب موعد تسديد الرسوم الجامعية أو الطبية يخفض من حجم الأموال المعروضة من قبل فرد معين.

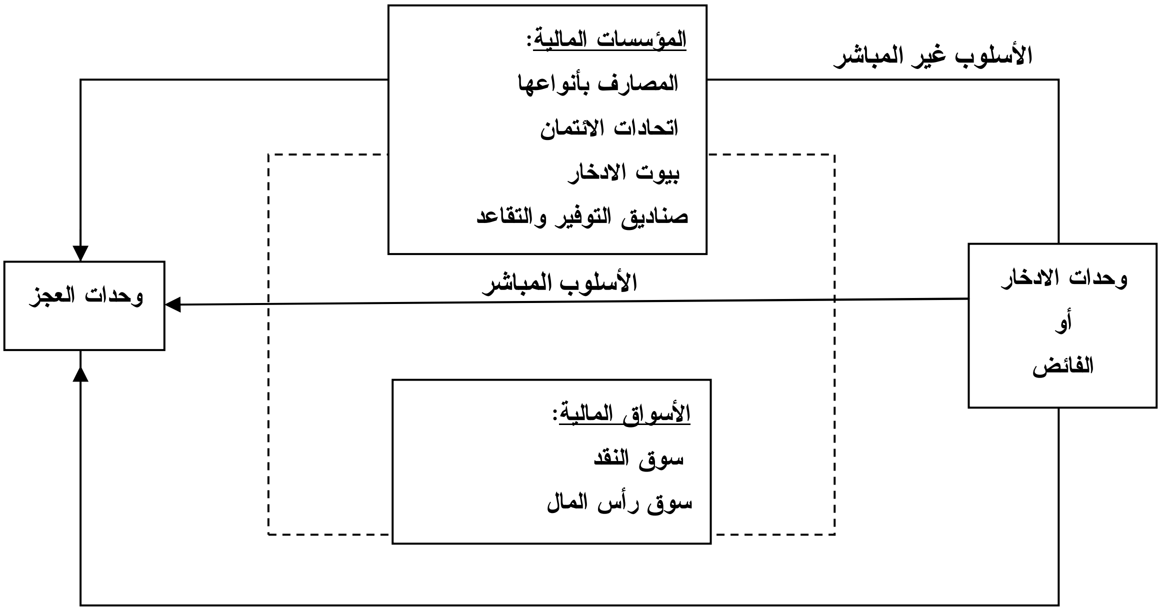
بنية العملية الاستثمارية:

تجلب العملية الاستثمارية كلاً من وحدات الفائض النقديّ (supplier) ووحدات العجز النقديّ (users of funds) وعادة ما يتم الجمع بين وحدات العجز (التي تمثل تيار الطلب على الأموال حيث يتركز طلبها في عمليات استثمارٍ جديدةٍ أو توسيع القائمة منها) ووحدات الفائض الماليّ

[1] Saunders, Anthony , financial Markets and institution, 3th.ed., MC Grow-Hill, Irwin, New York 2007, p39.

(تمثل تيار عرض الأموال، وهي وحداتٌ ادخاريةٌ تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسته من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها) من خلال المؤسسات المالية أو السوق المالية[1].

الرسم 1ـ1 العملية الاستثمارية



يوضح الرسم 1-1 أن وحدات العجز تحصل على ما تحتاجه من الموارد المالية من وحدات الفائض وذلك عن طريق المؤسسات المالية، والأسواق المالية أو من خلال الصفقات المباشرة. إنّ الخطّ المتقطع يشير إلى أنّ المؤسسات المالية يمكن أن تشارك في الأسواق المالية كوحدات فائض أو وحدات عجز.

إذاً المواجهة بين وحدات الفائض ووحدات العجز تتمّ بأحد أسلوبين:

أولاً: الأسلوب المباشر (direct transfer): يجري التعامل مباشرة ما بين وحدات الادخار ووحدات العجز دون وساطة طرف آخر، إذ تحصل وحدات العجز على الموارد مقابل إصدار أوراق مالية مباشرة (أسهم، سندات) لصالح وحدات الفائض.

ومن أهمّ المعوقات لهذا النوع من التعامل[2]:

- إلزامية تطابق رغبة وحدات العجز، ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه.

---

[1] Gitman, Lawrence. J, Ibid, 2005,p6.

[2] محمد الداغر، محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق ، عمان، 2005، ص 40.

• قبول وحدة الفائض للأدوات المالية لوحدة العجز بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الإقراض.
• على وحدة العجز إيجاد وحدة الفائض ذات التمويل المناسب لاحتياجاتها، وألا تطلب اللجوء إلى أكثر من وحدة فائض في الوقت نفسه.

ونتيجة لهذه المعوقات فإن حجم التدفقات النقدية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز سوف تكون منخفضة.

ثانياً: الأسلوب غير المباشر: إن التطور الاقتصاديّ والحاجة المتنامية لرأس المال بالإضافة إلى سلبيات الطريقة المباشرة، استوجب تطور طرق المواجهة بين وحدات الفائض ووحدات العجز، وتحولت المواجهة بين وحدات الفائض (الراغبين بتكبير عائد أموالهم الخاضعة للخطر) ووحدات العجز أو مستخدمي الأموال (الراغبين بتخفيض تكاليف التمويل) إلى مواجهة غير مباشرة عبر المؤسسات المالية الوسيطة والأسواق المالية.

وظيفة المؤسسات المالية: حتى تقدم المؤسسات المالية خدماتها للمجتمع عليها القيام بالعديد من الوظائف والتي من أهمّها[1]:

• تجميع مدخرات العديد من صغار المستثمرين (وذلك على شكل إيداعات، شهادات تأمين......) ثم تقوم بدورها بعملية الاستثمار المباشر في الأدوات المالية المصدرة من قبل وحدات العجز، إنّ تجميع هذه الأموال يحلّ العديد من المشاكل الناجمة عن الاستثمار المباشر والتي أهمها:

1. القدرة على توظيف أشخاص لديهم الخبرة والمهارة لمراقبة وجمع المعلومات المتعلقة بوحدات العجز.
2. إنّ وظيفة المراقبة التي تقوم بها هذه المؤسسات تقلل من مشاكل الانقياد والتأثر بالشائعات الموجودة لدى صغار المستثمرين والمتعلقة بجمع المعلومات وتحليلها.

• القيام بشراء الأدوات المالية المصدرة من وحدات العجز (السندات، الأسهم....) وتمول عمليات الشراء هذه ببيع الأصول المالية إلى وحدات الفائض على شكل (أوراق مالية ثانوية، شهادات تأمين...)، وعادةً ما تتصف الأصول المالية المصدرة من قبل هذه المؤسسات بدرجة من السيولة تفوق سيولة الأوراق المالية المصدرة مباشرة من وحدات العجز.

---

[1] Cornett, Marcia Millon , Financial Markets and institution, 3th.ed. , MC Grow-Hill, Irwin, New York, 2007,p13.

كما تجعل السوق المالية عملية التقاء كلٍّ من وحدات الفائض ووحدات العجز أسهل وتسمح بإجراء الصفقات بشكل أسرع وبسعر يحدّد بناءً على قوى العرض والطلب.

أهداف الاستثمار:

تتباين أهداف الاستثمار حسب الإمكانات المالية المتاحة للمستثمر ومستوى وطبيعة طموحاته الاقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات بشأن مصادر التسهيلات الائتمانية وفرص الاستثمار المختلفة وما يسود من مناخ استثماري في محيط نشاطاته وأخيراً ما يتميز به شخصياً أو ما يعتمد عليه من قدرات أو أجهزةٍ إداريةٍ.

مع كل ذلك يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف الآتية[1]:

- الحفاظ على الأصل المادي (المالي) الذي يمتلكه المستثمر أو يحق له التصرف به، ذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة بما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر. إنّ هدف الحفاظ على الأصول الرأسمالية يعدُّ أمراً استراتيجياً لأنّ التضحية بجزء من هذه الأصول أو كلها إما يؤدي إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر في نشاطات سابقة أو يجعله تحت طائلة الديون دون أن يتمكن من الإيفاء بها في الوقت المناسب وفق الشروط المحددة.

وهنا لابدَّ من الاهتمام الجاد بمسألة الاستخدام الكفء للأصول المستثمرة سواء أكان ذلك عند التخصيص الأولي واتخاذ القرار الاستثماري أو عند تشغيل الأصول المعنية في عمليات تتميز بأدنى الخسائر وبأفضل التدفقات الصافية للعوائد.

- تحقيق عوائد مستقرة أي أنّ تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير متقطعة. وهنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعنية، بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمها الحقيقية من جانب وتتجاوز التكاليف الفرضية المتأتية عن البدائل الأخرى من جانب آخر.
- استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر (الاعتيادي) إلا أنّها تعتبر ضروريةً كجزءٍ من الموارد المتاحة لعدة أسباب، منها:

1. تغطية النفقات الجارية الخاصة بعمليات التشغيل والصيانة والتصليح والتطوير.
2. إيفاء الديون المستحقة وبنفس العملات (الوطنية أو الأجنبية) التي تمّ تمويل هذه الديون بها.

---

[1] معروف، هوشيار، مرجع سابق، 2003، ص20-21.

3. مواجهة متطلبات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والصحية الخاصة عندما يعمل المستثمر بشكل فرديّ أو أسريّ، ومواجهة متطلبات التنظيم الإداري للاستثمار عندما يجري الاستثمار في إطارٍ مؤسسي.

إن أيَّ نقصٍ في السيولة تجاه نفقات التشغيل سوف يؤدي إلى نتائج عكسية على جهود العاملين ومستوى إنتاجهم وهو ما قد يهدد بتعطل الطاقة الإنتاجية كما وأنَّ عدم استيفاء الديون المستحقة وفي أوقاتهم المناسبة ووفق الشروط المتفق عليها سوف يؤدّي إلى تراكم خدمات الديون وتفاقم العجز في الموازنة الاستثمارية وبالنتيجة قد تتهدد الأصول الرأسمالية بالضياع.

- استمرار الدخول وزيادتها بوتائر متصاعدة ويعتبر هذا الهدف من أهمّ طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ولتوكيد رغباته في رفع مستويات معيشته وثم قدراته الإنتاجية، ويمكن من خلال ذلك تعزيز المحفظة الاستثمارية بمزيدٍ من النشاطات الجديدة.

المقومات الأساسية لقرار الاستثمار:

تتدرج قرارات المستثمر ضمن ثلاثة خيارات: قرار الشراء، قرار الاحتفاظ، قرار البيع ويتوقف نوع القرار المتخذ على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها الممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة. فالقرار الاستثماري الناجح يقوم على المقومات التالية[1]:

أولاً: تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار.

ثانياً: الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.

ثالثاً: مراعاة العلاقة بين العائد والخطر.

أولاً: تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار:

إن القيام بعملية الاستثمار من دون وجود إستراتيجية واضحة تعتبر بمثابة السفر من دون خريطة، فلكي يصل المستثمر إلى هدفه الاستثماريّ في الوقت والمكان المحدد يجب أن يختار الطريق الأكثر مباشرة للوصول إلى هدفه والذي يحقق له أكبر عائد أو أقل تكلفة ممكنة.

وبالتالي يحتاج المستثمر الكفء إلى إستراتيجية، أي وضع خطة ترشده لاختيار أداة الاستثمار، طريقة شرائها، فترة الاحتفاظ بهذه الأداة في محفظته، توقيت البيع[2].

---

[1] مطر، محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص19.

[2] Dudack, Gail, Ibid, www.investerguide.com.

وتختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك باختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحى تفضيله الاستثماريinvestor preference curve والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر التالية:

الربحية: مقدرة المنشأة على خلق أرباح.

السيولة: مقدرة المنشأة على مواجهة أعبائها المالية في حدود الاتفاقيات المعقودة.

الأمان: قلة المخاطر الآتية من الاستثمار في المنِشأة.

الملاءة المالية: توفر النقد على المدى الطويل للمنشاة لسداد التزاماتها.

ويعبّر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقّع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العناصر الأخرى بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقَّعه. وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيليَّ لمستثمر ما، "هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى"[1].

ويمكن تقسيم المستثمرين بشكل عام حسب منحنيات التفضيل الاستثمارية إلى ثلاثة أنماط:

1. المستثمر المتحفظ: وهو المستثمر الذي يعطي عنصر الأمان الأولوية وينعكس ذلك على قرار استثماره فيكون حساساً تجاه عنصر المخاطرة.
2. المستثمر المضارب: وهو المستثمر الذي يعطي الأولوية لعنصر الربحية لذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار.
3. المستثمر المتوازن: وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن وبذلك تكون حساسيته للخطر في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة تعظم العائد وتقلل درجة المخاطرة.

ثانياً: مراعاة الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

يفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين:

1. إتباع المدخل العلمي لاتخاذ القرار والذي يقوم على عدة خطوات أهمها:

---

[1] مطر، محمد، مرجع سابق، 2005، ص19.

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار: يساعد على تحديد الأداة الاستثمارية التي يرغب بالاستثمار بها ومن الأهداف الشائعة: (تعزيز الدخل الجاري، التوفير من أجل المصروفات الضخمة).
- تحديد قيمة الثروة التي يمكن توجيهها للاستثمار.
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- تقييم أدوات الاستثمار وذلك بتقدير العائد والمخاطر المرتبطة بكلّ بديل.
- اختيار البديل الأفضل الذي يحقق أكبر عائد مترافق مع مستوى خطر محدد قابل على التحمل.

2. مراعاة المبادئ العلمية لاتخاذ القرار ومن أهم المبادئ [1]:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: ويستمد هذا الخيار من حقيقة أنَّ الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرةً في معظم الأحيان. ذلك يفرض على متخذ القرار أن يراعي هذه الحقيقة ويقوم من خلال المفاضلة بين البدائل من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع استراتيجيته في الاستثمار.
- مبدأ الخبرة والتأهيل: يتطلب اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد درايةً وخبرةً قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين. ففي واقع الحال هناك أفراد ممن تتوفر لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة ويطلق على هؤلاء اسم المستثمر الساذج Naïve investor وبالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين Professional investor ممن يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري، ويبرز في السوق المالية دور المؤسسات المالية الوسيطة في تقديم المشورة لعموم المستثمرين.
- مبدأ الملائمة: يفترض بالمستثمر مراعاة هذا المبدأ عند وضع إستراتيجيته الاستثمارية، حيث يعتبر منحنى التفضيل الأساس لتطبيق هذا المبدأ. فعلى المستثمر أن يوجه مدخراته لأوجه الاستثمار الملائمة لظروفه الخاصة، فالبنك التجاري مثلاً يقوم باختيار أدوات الاستثمار التي يتوافق توقيت تدفقاتها النقدية مع توقيت التزامات البنك المالية.

[1] المرجع السابق، ص22.

- مبدأ التنويع: ويقصد بالتنويع تشكيل توليفة من الاستثمارات (محفظة) من شأنها تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسيٌ على حجم ذلك العائد وهنالك طرق مختلفة للتنويع منها: تنويع جهة الإصدار، تنويع تواريخ الاستحقاق[1].

ثالثاً: مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:

إن الأهداف التي يضعها المستثمر والتي يسعى إلى تحقيقها ترتكز على عنصرين أساسيين: الأول يتمثل بمعدل العائد المتوقع ــ والثاني يتمثل بدرجة المخاطرة التي يتعرض لها.

يحدد كلٌّ مستثمر العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة (هدف). ولتحديد هذا العائد يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصمٍ معينٍ يعادل العائد المطلوب للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات. فإذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجباً يعتبر الاستثمار مجدياً أما إذا كان سالباً فيعتبر الاستثمار غير مجدٍ.

من الناحية العملية لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماماً تحقيق العائد المتوقع إلا بتحقيق شرطين هما:

أ – أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدةً تماماً من حيث القيمة.

ب – أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماماً من حيث التوقيت.

وأيُّ خلل يحدث في هذين الشرطين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل (المعبَر عنها بالمخاطر المحيطة بالاستثمار) تنعكس ضمناً على العائد المتوقع. عموماً، يفضل المستثمرون التعامل في الأدوات الاستثمارية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد المتوقعة منها، كما أنّهم لا يمانعون في التعامل مع أدوات استثمارية أكثر خطورة إذا كانت عوائدها أكبر بدرجة كافية تعوضّهم عن قبول تلك المخاطرة ويتمُّ ذلك في ضوء الموازنة بين العائد والمخاطرة[2].

[1] هندي، منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية /1/ (أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار) ، المؤسسة العربية المصرفية، 1993، ص 196.

[2] أحمد لطفي، أمين السيد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص9.

المبحث الثاني

الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية

تعدُّ الأوراق المالية السلعة (الأصل) التي يجري تداولها بيعا وشراء في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقريّ في الأسواق المالية المعاصرة.

وتمثل الورقة المالية حقا قانونيا لحاملها في أصل رأسمالي (نقدي أو عينـــي) تجـــاه جهـــة الإصدار(Issuer). وتتكون أطراف الورقة المالية من:

1- جهة الإصدار أو مانحة الحق، صاحبة الالتزام القانوني قبل المستثمرين، والتي تحصل على الموارد المالية لتمويل نشاطها.

2- المستثمرين أصحاب الحق في استرداد أموالهم عند الاستحقاق أو عند الرغبة (بوجود سوق للتداول)، بالإضافة إلى الدخل(العائد) لتعويض التخلّي عن الاستهلاك الحاضر.

يرى الباحث أن الهدف من وراء هذا المبحث أن هناك أنواعاً عديدة من الأوراق المالية التي يمكن الاستثمار بها، ولكل نوع خصائصه وميزاته النوعيـــة للاســـتثمار (العائـــد والخطـــر)، فالاستثمار في الأسهم يختلف عن الاستثمار في السندات أو الخيارات، لذلك كان لابد من عرض أهم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية مصنفةً اعتماداً على معيـــار ســـوق الأوراق المالية إلى:

الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال

1. الأسهم العادية والممتازة
2. السندات
3. المشتقات

الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

1. أذونات الخزانة
2. الأوراق التجارية
3. شهادات الإيداع المصرفية
4. القبولات المصرفية

الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال:

تمثل الأسهم والسندات الأدوات المالية الأساسية للاستثمار في سوق رأس المال حيث تمثل الأسهم حق ملكية في حين أن السندات تمثل حق دين، لذلك لابد من التمييز بين هذين النوعين لأن لكلٍ منهما خصائصه وميزاته النوعية الاستثمارية.

أولاً: الأسهم

تمثّل الأسهم حق ملكية في صافي أصول المنشأة، إلا أنَّ هناك أنواعاً عديدةً من الأسهم أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة

أ_ الأسهم العادية: يُعرّف السهم العاديُّ بأنَّه: "أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، لحامله الحقُّ (بذمة الجهة المصدرّة له) بالحصول على عوائد دوريةٍ غير ثابتةٍ، بجانب حصته برأس مال الشركة، والمثبتة بشهادة السهم[1]". وفي تعريف آخر نجد أنَّ السهم هو"صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة[2]"

ويرى الباحث أنه مهما تعددت التعاريف فإنَّ جميعها تدور حول مجموعة من الخصائص أهمها:

- يمثل حق ملكية: الحق في صافي أصول الشركة الباقية بعد سداد حقوق الدائنين.
- ليس له تاريخ استحقاق: كونه يمثل حقَّ ملكية في شركة يفترض أنَّها مستمرةٌ طالما تحقق الغرض الذي وجدت من أجله.
- المسؤولية المحدودة للمساهم: وذلك في حدود المبلغ المدفوع مقابل السهم.
- الأسهم متساوية القيمة: لا يحقُّ للشركة المساهمة إصدار أسهم عادية من نوع واحد وبقيم مختلفة.
- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية مرونةً كبيرةً للسهم في أسواق الأوراق المالية إذ تجعل بالإمكان تسييله والتنازل عنه عند الحاجة إلا إذا كان هناك عوائق كأسهم المؤسسين والأسهم العينية[3].
- له حقُّ الإدارة لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

---

[1] Hampton, John , Financial Decision Making, 4th .ed., New Delhi, India, 1996, p50.

[2] تيم، فايز، مرجع سابق، 2005، ص77.

[3] القانون رقم /3/، قانون الشركات السوري، مادة /96/، 2008.

أنواع الأسهم العادية في الأسواق المالية:

- **الأسهم المتميزة Blue Chips:**

هي أسهم خاصة بشركات قوية ومعروفة، ولــديها ســجلٌ طويــلٌ وثابــتٌ مــن الأربــاح والتوزيعات، تمَّ تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حلّلت وقيّمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دوراتٍ معينةٍ وأخذت التصنيف AAA، تمتاز هذه الأسهم بسمعتها الجيدة ومركزهــا المالّي الجيد والأمان والدّخل .. (أسعارها مرتفعة في العادة).

وتكون مفضلة من قبل المستثمرين الذين يبحثون عن استثمار ذي جودة يحقق عائداً مقبــولاً وإمكانية نمو جيدة، وبما أن الخطر على هذه الشركات صغير فإنَّ عائدها يكون مقبولاً.

- **أسهم الدخل Income Stocks:**

وهي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً، (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة). غالباً ما تكــون هذه الأسهم لشركات تتمتع بامتياز إنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة.

هذا النوع من الأسهم يجذب المستثمرين الذين يرغبون بمستوىً عال وآمن من التوزيعــات، ويستثمرون على أمل أنَّ توزيعات هذه الأسهم سوف تزداد مع مرور الوقت[1].

- **أسهم النمو Growth Stocks:**

أسهم ذات مخاطر مرتفعة لأنها تعود لشركات ذات مــستوى تكنولــوجي عــالٍ ومتطــور باستمرار مثل (شركات الأدوية ــ أجهزة الحاسوب)، لذلك يعتمد المستثمر في هذا النوع مــن الأسهم على الأرباح الرأسمالية بدلا من التوزيعات وذلك فيما لو تمكنت الشركة من الاستمرار في النجاح والتطوير، وبنفس الوقت فإن توزيعاتها تكون مرتفعة عندما توزع الشركة أرباحها. و يلاحظ أن أسهم هذه الشركات تحقق معدل نمو ثابت وقوي في الأرباح يتراوح ما بين 15% و18% خلال الفترة بينما الأسهم الأخرى تحقق معدل نمو يتراوح ما بين 6% و8%[2].

- **أسهم المضاربة Speculative Stocks:**

وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو مــا يبحــث عنــه المضاربون، رغبةً منهم في الحصول على عائد عالي في الأجل القصير جراء التذبــذب فــي أسعار الأسهم وعوائدها، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لــشركات حديثــة التأســيس ومعرّضــةً لاحتمالات النجاح أو الفشل. لذلك فهي تشكل استثمارا مالياً عالي المخاطرة، والمتعاملون فــي

---

[1] Joehnk, Michael.D , Ibid, 2005, p260

[2] سلام، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية /تحليل وإدارة/، دار المسيرة، عمان، 2004، ص34.

هذا النوع من الأسهم هم المضاربون الذين يشترون ليبيعون في لحظة يحققون فيها جزءاً من الأرباح[1].

- **الأسهم الموسمية Seasonal Stocks:**

هي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعاً موسمية، الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسن الاقتصاد وانتعاشه (رواج). لذلك فإن أداء هذه الأسهم مرتبط بالأوضاع الاقتصادية فكلما كانت الأوضاع الاقتصادية جيدة كان أداؤها جيداً.

- **الأسهم الدفاعية Defensive stocks:**

يمكن التعرف على الأسهم الدفاعية وذلك اعتماداً على أحد المفهومين التاليين[2]:

1. إن معدل العائد لهذه الأسهم من غير المتوقع أن ينخفض عندما يطرأ انخفاضٌ عامٌ في أسعار السوق، أو ينخفض بنسبة أقلّ من الانخفاض الحاصل في السوق.
2. تشير نظرية تسعير الأصول الرأسمالية أن الخطر المرتبط بالورقة المالية يعتمد على معامل ارتباط هذه الورقة مع محفظة السوق (أي المخاطر المنتظمة) وبالتالي فإن السهم الذي تكون مخاطره المنتظمة منخفضة أو سالبة (تقاس بمعامل بيتا) يمكن اعتباره سهم دفاعياً مثال عن هذه الأسهم أسهم الشركات المنتجة للسلع الأساسية مثل الشركات التي تقوم بإنتاج الطعام والمشروبات، فالطلب علي منتجاتها يكون ثابتاً لحدّ ما ومستقراً.

- **أسهم الشركات الصغيرة Small Business Stocks**[3]**:**

تتسم هذه الشركات بأن الأموال المستثمرة فيها صغيرة نسبياً، كما أن حجم التمويل بالدين يمكن أن يكون كبيراً مقارنة بالأموال المستثمرة، وبالتالي درجة الرفع المالي كبيرة. فهذه الشركات تؤمن معدل عائد أعلى من المعدل المتوسط ولكن على المستثمر أن يكون حذرا فيما يتعلق بحجم المخاطر العالية التي تحيط بهذه الشركات وعلى الأخص عند تعرضها للفشل والخسارة.

قيم الأسهم العادية:

من المصطلحات الشائع استخدامها عند تداول الأسهم العادية، هو مصطلح القيمة Value. وبهذا الصدد يمكن التمييز بين القيم الآتية:

- القيمة الاسمية للسهم Par Value: هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، ينصّ عليها عقد تأسيس الشركة، وتتحدد من خلالها نسبة مساهمة المستثمر بحقّ الملكية.

[1] Brown, Keith. C, Investment Analysis and portfolio management , 8th. ed., Thomson, U.S.A, 2006, p515.

[2] المرجع السابق.

[3] سلام، أسامة عزمي، مرجع سابق، 2004، ص36.

- القيمة الدفترية للسهم Book value: هي القيمة الظاهرة للأصل في قائمة الميزانية[1]، والتي تمَّ تسجيلها وفقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها. وتتمثل القيمة الدفترية للسهم في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة والمتداولة.
- القيمة السوقية Market value: تتمثل في القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند لحظة زمنية معينة، والتي تتحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية.
- القيمة الحقيقية Intrinsic Value:" هي تلك القيمة التي تتحدد أو تبررها حقائق اقتصادية أو مالية تنعكس بقيمة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة، معدلات النمو في الأرباح[2] ".

يعتمد تحديد القيمة الحقيقية للسهم على تقدير العوائد الناجمة عن السهم، وفي نفس الوقت تقدير حجم المخاطر التي سوف يتعرض لها المستثمر خلال فترة الاحتفاظ بالسهم. ومن الطرق المستخدمة لحسابها نموذج خصم التوزيعات أو خصم صافي التدفقات النقدية المعتمدة على نظرية john burr Williams عام 1937[3].

وتعدّ هذه القيمة مؤشرا لاتخاذ القرار الاستثماري، إذ بين Jeffrey C. Hooke فيما يتعلق بتحليل الأوراق المالية في وول ستريت، أنه لتحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم تقدير التوزيعات المستقبلية وذلك اعتماداً على الأرباح المتوقعة، ثم يتم خصم هذه التدفقات للوصول إلى القيمة الحالية للسهم، فإن كان السعر السوقي للسهم أقل من القيمة المحسوبة، يتم اتخاذ قرار بشراء السهم، أما إذا كان السعر السوقي للسهم أكبر من القيمة الحقيقية (العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب) فإنَّ السهم يكون قد قدر بأكبر من قيمته الحقيقية وبالتالي على المستثمر أن يبيع هذا السهم أوأن لا يقدم على شراءه[4].

تمثل هذه القيمة أعلى سعر يكون المستثمر مستعداً لدفعه.

مزايا وعيوب الاستثمار بالأسهم العادية:

يمتاز السهم العاديُّ بالعديد من المزايا من أهمها:

---

1 الراوي، خالد، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، مطبعة المسيرة، عمان، 2000، ص263.

2 Brigham , Eugene, Essentials of Managerial Finance,11 th.ed.,N . Y .,U.S.A.,1996 ,p 368.

3 obert g . h agstrom , The Warren Buffet , A New York Times Bestseller , 2 th.ed., 2005 , p21.

4 Jeffrey C. Hooke, Security Analysis on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1998), p14.

- يعطي نوعين من العائد: عائداً جارياً (توزيعات الأرباح) ويحدد وفقاً لقـرارات إدارة الشركة، وعائد رأسمالياً يتحدد وفقاً لظروف سوق الأوراق المالية.
- يحمي الأموال في حالات التضخم بعكس أدوات المديونية والسبب في ذلك[1]:

1. أن قيمته ترتفع مع قيمة الأصل المرتبطة به.
2. أن الشركة تبيع منتجاتها وفقاً لأسعار السوق التي ترتفع فـي حالـة التـضخم وزيادة الطلب عليها وبالتالي زيادة الأرباح وارتفاع قيمة السهم.

- انخفاض كلف التعاملات: لانخفاض عمولة الوسطاء في حالات البيـع والـشراء مقارنة بكلفة التعامل في العقارات والاستثمارات الأخرى.

أما عيوب الاستثمار في الأسهم العادية فإنها تتحدد بالآتي:

- أنَّ له الحق في باقي أصول الشركة وذلك بعد سداد كافة الـديون وحقـوق حملـة الأسهم الممتازة وبالتالي يمكن أن يحصل حاملها على شيء أو لا يحصل حتى على قيمة السهم الاسمية.
- يعتبر الاستثمار غير جيد في حالة الكساد: إذ أنَّ عدم بيع المنتجـات وانخفـاض الأسعار يحقق خسارة للشركة وبالتالي تقل أرباح حامل السهم عكس السندات التي لها عائد ثابت.
- تذبذب العائد وعدم ثباته، سواء العائد الجاري أو الرأسمالي.
- صعوبة التقييم: أي صعوبة معرفة ما هي القيمة الحقيقية للسهم.

نظراً للعيوب أعلاه فإنه يُعد من أخطر أدوات الاستثمار.

ب _ الأسهم الممتازة: preferred stock

هي نوع من أسهم رأس المال اكتسبت هذه التسمية لتفضيل حملتها على حملة السهم العادي، سواء من حيث الحصول على الربح أو اقتسام موجودات الشركة عند التصفية[2].

ويمكن تسمية نوعين من الخصائص المتعلقة بالأسهم الممتازة منها خصائص أساسية تشترك بها معظم الأسهم الممتازة بغضّ النظر عن الجهة المصدرة له وخـصائص إضـافية تخـضع الزاميتها وفقاً لنظام الجهة المصدرة للسهم الممتاز[3].

---

[1] سلام، أسامة عزمي، مرجع سابق، 2004، ص39.

[2] Francis, Jack, Ibid, 1991,p46.

[3] Hampton, John, Financial Decision Making, 4th ed., New Delhi, India, 1996,p 29-30.

الخصائص الأساسية:

- غالباً ما تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي القيمة التي تحسب على أساسها عادة توزيعات أرباح السهم وذلك كنسبة مئوية.
- معظم الأسهم الممتازة لها الأسبقية على حملة الأسهم العادية في موجودات الجهة المصدرة وذلك عند التصفية حيث يحق لها الحصول على القيمة الاسمية أو على قيمة تصفية أكبر متفق عليها[1].
- يحصل على أرباحه قبل حملة الأسهم العادية، وغالباً ما تصدر هذه الأسهم في صورة أسهم ممتازة مجمعة للأرباح وذلك لتشجيع المستثمرين على شرائها.
- يعتبر من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين، إلاّ إذا تضمّن شروطاً إضافية مثل الاستدعاء، أو الإطفاء.

الخصائص الإضافية:

- حق التصويت Voting:

معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضاءها وذلك لأنها تتمتع بحق ربحية ثابت بموجب عقد إصدارها.

- الاستدعاء call Provision:

مثل هذا الشرط يعطي الحق للجهة المصدرة، استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء Call Premium وقد يكون الاستدعاء بسعر السوق. كما قد تحدد مدة زمنية للاستدعاء.

وتستخدم الشركات المصدرة هذا الحق إذا شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال وليس لديها الفرص الاستثمارية الملائمة، لذلك، تستدعي الشركة هذه الأسهم بهدف تخفيض الرفع المالي، أي تخفض من المخاطر المالية.

- التحويل Convertible Provision:

يقصد به استبدال السهم الممتاز بأسهم عادية، ويتم تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقاً كما تحدد مدة التحويل. وتعتبر قابلية التحويل ميزة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي وفي الوقت نفسه يترك له خيار التحويل فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي.

---

[1] مرعي، عبد الرحمن، شركات الأموال، جامعة دمشق، 2007، ص59.

ثانياً: السندات

يعرّف على أنَّه "أداة مديونية ذات صفة مالية قابلة للتداول، تعطي لحاملها الحق بالحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق[1]".

وتعرف المادة (121) من قانون الشَّركات السوري رقم 3 لعام 2008 إسناد القرض على أنها "أوراق مالية ذات قيمة اسمية محددة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها الشركة المساهمة للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"[2].

يرى الباحث أنه يمكن تلخيص خصائص السندات إلى خصائص رئيسة، وأخرى منفردة متعلقة بالسند نفسه.

<u>الخصائص الرئيسية</u>:

- تمثّل السندات أداة دين: أي يكون لحامل السند الأولوية في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة التصفية أو الإفلاس.
- السند أداة استثمار ثابتة الدخل: لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة.
- محدودية الأجل: للسند تاريخ استحقاق Maturity حيث يستحق السند بحلول أجل محدد مسبقاً ويذكر في شهادة السند.
- القابلية للتداول: يشبه السند السَّهم في هذه الخاصية، حيث تساهم هذه الخاصية في توفير السيولة للسندات الطويلة في السوق الثانوية.

<u>الخصائص المنفردة</u>:

- المخاطر الائتمانية Credit Risk ويقصد بها درجة نكول الجهة المصدرة للسند عن سداد قيمة السند والفائدة عند الاستحقاق. كلما ارتفعت درجة المخاطرة الائتمانية كلما زادت الفائدة المطلوبة على السند. وتختلف المخاطرة الائتمانية للسندات باختلاف الجهة المصدرة للسند، فالسند الحكومي ذو ضمان عالٍ وخالٍ من النكول قياساً بالسَّندات التي تصدرها الشركات التي هي الأخرى تختلف فيما بينها بدرجة النكول نظراً لاختلاف المركز المالي والائتماني للشركة.

---

[1] سلام، أسامة عزمي، مرجع سابق، 2004، ص86.

[2] قانون الشركات السوري رقم 3 لعام 2008، مادة 121.

• قابلية الاستدعاء Callable تعطي هذه السمة الحقَّ للجهة المصدرة للسَّند استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، وغالبا ما يكون سعر الاستدعاء أعلى من قيمته الاسمية وهو ما يعرف بعلاوة الاستدعاء.

يلعب الاستدعاء وطول مدة الحماية دوراً كبيراً في تحديد معدل الفائدة على السند. فإنَّ الفائدة تكون مرتفعة في السند القابل للاستدعاء مقارنة بالسند غير القابل للاستدعاء وحتى فيما بين السندات القابلة للاستدعاء تتفاوت معدلات الفائدة بتفاوت مدة الحماية فكلما طالت المدة كلما نقص معدل الفائدة والعكس صحيح.

• قابلية التحويل Convertible: تنصّ شهادة السند أحياناً على شرط تحويل السَّند إلى ورقة مالية لها سمات مختلفة، ومن أبرز الأمثلة: السند الذي يحمل كوبون بسعر فائدة متغير يمكن تحويله إلى كوبون بسعر فائدة ثابت، والسند القابل للتحويل إلى أسهم عادية. تحقق قابلية التحويل مزايا للمستثمر من أهمها:

1. تعتبر قابلية تحويل السندات ذات معدل الكوبون المتغير إلى سندات بمعدل كوبون ثابت بمثابة تغطية ضد مخاطر انخفاض أسعار الفائدة[1].
2. توفر ميزة تحويل السند إلى أسهم عادية فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع سعر السهم بأعلى من سعر التحويل، ومن جانب آخر تحمي المستثمر من خسائر رأسمالية في حالة انخفاض سعر السهم في السوق بأقل من سعر التحويل، حيث يبقى المستثمر محتفظاً بالسند وله الحق بالفوائد المستحقة على السند[2].

أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات اعتمادا على الجهة المصدرة لها، فهناك سندات الشركات والسَّندات الحكومية.

1. سندات الشركات Corporate Bond:

تصدر هذه السندات من قبل الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية بغرض الاقتراض من أبرز أنواعها :

• السندات المضمونة: توفر حماية لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها. تتضمن مثل هذه الإصدارات سندات الرهن العقاري، السندات المضمونة بأصول مالية مملوكة من قبل المصدر ومحتفظ بها لدى طرف ثالث، سندات مضمونة بمعدات ومكائن[3].

---

[1] Kidwell, Peterson, R. , Financial Institutions, Markets, and Money, 5th. Ed., the Dryden press, 1993,p 171.

[2] هندي، منير إبراهيم، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص58.

[3] Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005.

- السندات غير المضمونة: تنحصر ضماناتها بوعود الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل الدين، أي يعد المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات،

ونظراً لتحملها مخاطر أعلى من المخاطر التي تتعرض لها السندات المضمونة، فإن معدلات الفائدة عليها أعلى نسبيا.

- سندات المشاركة: تعطي الحق لحملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة. هذا الامتياز يتحقق على الجزء المتبقي من الأرباح بعد توزيع حصة حملة الأسهم العادية. مثل هذه الإصدارات توجد في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة.
- سند لحامله: يمكن لأي شخص يحمله أن يبيعه أو المطالبة بفوائده وبالقيمة الاسمية، ويطلق على هذه السندات أيضا اسم سندات الكوبون Coupon bond .

تعتبر ذات مخاطر عالية نسبيا خاصة عند فقدانها لذا تستحق عائداً أعلى.

- السندات الاسمية: هي السندات التي تصدر باسم مالكها، وتتطلب إتمام عملية البيع التنازل عن شهادة السند وإصدار شهادة جديدة[1] .
- سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية: يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء المستثمر خيار بين تحويل السند إلى سهم عادي أو الإبقاء على السند والحصول على القيمة الاسمية والفوائد.
- السندات ذات معدل الفائدة المتحرك: استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليها انخفاض القيمة السوقية للسندات الطويلة الأجل[2]. تتميز هذه السندات أن سعر الفائدة فيها غير ثابت ومرتبط بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغيره بالارتفاع أو الانخفاض تبعاً للحالة الاقتصادية.
- السندات الصفرية التي لا تحمل معدل كوبون: تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب بالتخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

2- السندات الحكومية Government Bond:

يقصد بها صكوك الدين التي تصدرها الدولة بهدف الحصول على موارد إضافية لتمويل عجز الموازنة العامة أو لجمع النقود الفائضة في حال محاربة التضخم ومن الأمثلة عليها:

---

[1] العربيد، نضال، شركات الأموال، جامعة دمشق، 2007، ص267.

[2] هندي، منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية /1/ (أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار)، المؤسسة العربية المصرفية، 1993، ص 36.

سندات الخزينة والتي هي عبارة عن قروض متوسطة أو طويلة الأجل، عادة ما تـصدرها الدولة لتمويل عجز الموازنة المزمن[1] وتمتاز هذه السندات بمجموعة من المزايا تجعلها أداة جذب للمستثمرين (الراغبين بأقل مستوى من المخاطر) بالمقارنة مع سندات الشركات الخاصة، من أهمها:

- تعتبر أكثر أماناً بالنسبة للمستثمر، بمعنى أن الاستثمار يكون أقل مخاطرة لأنها مضمونة بسلطة الدولة.

استناداً للخاصية أعلاه تكون أكثر سيولة حيث يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة ودون تكبد خسائر بقيمتها.

- تصدر في أغلب الأحيان مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل.

بسبب عنصري الأمان والإعفاء الضريبي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة.

مزايا الاستثمار في السندات:

إن حيازة هذا النوع من الأوراق المالية ضمن المحفظة الاستثمارية يوفر المزايا التالية:

- ميزة ثبات واستمرارية العائد: إن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة.
- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر، فالسند يصدر في الغالب مضموناً إما بأصل محدد من أصول الشركة، أو بجملة أصولها، بالإضافة إلى تمتعه بحق الأولوية في استيفاء دينه على الشركة عند تسييل أصولها سواء بسبب التصفية أو بسبب الإفلاس.
- توفر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلاً) للمستثمر ميزة الإعفاء الضريبي.

ثالثاً: المشتقات المالية

المشتقات: "أدوات مالية عقدية يعتمد أداؤها على مستوى أداء أصول أو أدوات مالية أخرى[2]".

وفي تعريف آخر هي "عقد ثانوي تبنى أو تشتق من عقد أساسي لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع....) في وقت محدد بالمستقبل[3]".

وفيما يلي بعض أنواع المشتقات المالية:

أ_ الخيارات options:

عبارة عن عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، بموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري، الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أو

---

[1] كنعان، علي، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2008، ص56.

[2] Don M. chance , An introduction to Derivative Risk Management , Thomson, 6th. Ed., U.S.A, 2004..p 2.

[3] تيَم، فايز، مرجع سابق، 2005، ص254.

أن يبيع أصلا ماليا معينا بسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق. وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول بدفع علاوة معينة(قيمة الخيار) للطرف الثاني[1].

تصنيف الخيارات:

تصنف الخيارات إلى نوعين:

1. خيار الشراء Call Option بموجب خيار الشراء يحق لمشتري الخيار أن يشتري من محرر الخيار عدداً من الأسهم خلال فترة زمنية محددة بمبلغ محدد لكل سهم يسمى سعر التنفيذ غالباً ما يكون أعلى من القيمة السوقية للسهم بتاريخ تحرير الخيار مقابل مبلغ محدد يدعى قيمة الخيار. سوف لن ينفذ حامل الخيار خياره إلا إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم بمبلغ أعلى من سعر التنفيذ. بفرض أن سعر التنفيذ لسهم ما بموجب الخيار 100 ل.س ينتظر مشتري الخيار حتى تزيد قيمة السهم السوقية عن 100 ل.س لتصل مثلاً إلى 110 ل.س عندها يصبح له الحق بشراء السهم من الشركة مصدرة الخيار بسعر 100 ل.س ويبيعه بسعر 110 ل.س ويحقق ربحاً قدره 10 ل.س بكل سهم ناقصاً قيمة العلاوة ولتكن مثلاً 5 ل.س وبالتالي يكون صافي الربح 5 ل.س.
2. خيار البيع Put Option وهي عقود تعطي الحق لحاملها ببيع عدد من الأسهم العادية إلى محرر الخيار طبقاً للسعر المتفق عليه (سعر التنفيذ) وخلال مدة صلاحية الخيار[2].

ففي حال انخفاض القيمة السوقية عن سعر التنفيذ يشتري حامل الخيار الأسهم من السوق ويبيعها لمحرر الخيار بالسعر المحدد بموجب الخيار الذي يكون أعلى من السعر السوقي للسهم.

وبينما يأمل مشتري خيار الشراء أن تزداد أسعار الأداة المالية الأصلية موضوع العقد في حين يأمل مشتري خيار البيع أن تنخفض الأسعار لكي يتمكن من تنفيذ الخيار ويحقق المكاسب.

طرق تنفيذ الخيار:

1. الطريقة الأوربية: وهي أكثر الطرق جمودا وتقضي أن يتم إعطاء الخيار للمتعامل مرة واحدة في نهاية المدة المتفق عليها.
2. الطريقة الأمريكية: وتقضي أن يتم إعطاء الخيار للمتعامل في أي وقت خلال المدة المتفق عليها وهي أكثر الطرق مرونة حيث حققت بموجبه أسواق الاختيار في الولايات المتحدة الأمريكية نجاحاً كبيراً.
3. طريقة برمودا: يتم تحديد تواريخ معينة خلال المدة.

---

[1] Don M. Chance , Ibid, 2004..p 2.

[2] هندي، منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية(2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، 1993، ص195.

يتضح مما سبق بأن الخيار يمكن أن يكون أداة استثمارية ذات مخاطر منخفضة لأن مشتري الخيار سوف لن يخسر إلا قيمة الخيار في حال عدم تنفيذه أما إذا صدقت توقعاته فإنه سيحقق إيرادات عالية بالمقارنة بالمبالغ المستثمرة، كما أنه يعتبر أداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية، فإن كان لدى أحد المستثمرين مثلاً محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار أحد الأسهم الموجودة، ماعليه في هذه الحالة سوى اللجوء إلى سوق الخيارات ليقوم بشراء خيار بيع بموجب العقد، وبذلك يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حداً معيناً يتمثل بالفرق بين السعر السوقي للسهم بتاريخ العقد وسعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد.

ب _ الكفالات أو الضمانات Warrants:

تعرف على أنها صك تصدره الشركة المساهمة في السوق الأولي مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت[1]. يخوّل حامله شراء عدد محدد من الأسهم العادية للشركة المصدرة للكفالة بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ وخلال فترة محددة من تاريخ الإصدار.

يتضح من التعريف أن الكفالة تحقق لمصدرها إمكانية تسويق أوراقها المالية المصدرة وكذلك الأمر احتمالية تسويق أسهمها العادية. كما تضمن لمشتريها شراء الأسهم العادية للشركة بسعر محدد خلال مدة زمنية محددة وذلك في حال ارتفعت أسعار الأسهم العادية عن سعر التنفيذ وكان من مصلحته التنفيذ.

تعتبر أداة استثمارية ذات مخاطر منخفضة نوعا ما أيضا.

ج _ العقود الآجلة Forward Contracts:

تعتبر من المشتقات البسيطة، فهي اتفاق على شراء أو بيع أصل (عملات، ذهب، فضة...) في وقت لاحق مقابل سعر معين. ويتم إجراء هذه العقود في الأسواق غير النظامية إذ تتم بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها[2].

ويتخذ أحد الأطراف في العقد الآجل مركز طويلا Long Position ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد متفق عليه يدعى سعر التسليم Delivery Price، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا Short Position ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسوية نفسه، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه عندما يقوم صاحب المركز القصير بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم.

---

[1] تيَم، فايز، مرجع سابق، 2005، ص75.

[2] Hull, John.C ,Options, Futures and Other Derivatives,5th,ed,Prentice Hall ,New Jersey, U.S.A, 2003, p2.

أما فيما يتعلق بقيمة العقد فتكون صفراً عند إبرامه، ثم يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب تحركات سعر الأصل، فإذا ارتفع سعر السوق عن سعر التسليم فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لان الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية والعكس صحيح.

تعتبر من أدوات الاستثمار ذات المخاطر المرتفعة كمخاطر الائتمان وعدم القدرة على السداد من قبل أحد أطراف العقد، كما أنها من العقود الصعبة التحويل إلى نقدية وذلك لصعوبة توفر شخص أو وحدة تحل محل أحد الأطراف وتقبل بنصوص العقد، فهي عقود غير قابلة للتداول[1].

د_ العقود المستقبلية Future Contracts :

هي مثل العقود الآجلة، من حيث أنها اتفاق بين طرفين على بيع أو شراء أداة معينة (سلع، عملات، أوراق مالية..) بسعر يتفق عليه الآن ويكون التسليم في تاريخ محدد في المستقبل[2]، إلا أنها تتم في أسواق نظامية وفق معايير محددة لإبرامها.

يحقق سوق العقود المستقبلية المميزات الآتية:

1. التحوط الهادف لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي:
   - مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
   - مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.
   - مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.
   - مخاطر تقلب أسعار السلع والمعادن.

   ويتم التحوط إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد، فمثلاً لو أن مستثمراً يدير محفظة من السندات توقع حدوث ارتفاع أسعار الفائدة السوقية فانه لاتقاء مخاطر انخفاض أسعار السندات يدخل سوق العقود المستقبلية بائعاً.

2. المضاربة باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود قيمة الهامش المطلوب (يشكل عادة قيمة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد) حتى يدخل السوق لتحقيق مكاسب سعرية ناجمة عن التقلبات السعرية. فالمستثمر الذي لديه مبلغاً قدره /100/ ألف ليرة يريد استثمارها في الذهب يمكنه الدخول بعقد

---

[1] معروف ،هوشيار، مرجع سابق، 2003، ص154.

[2] Hull, John.C ,Ibid , 2003, p2.

مستقبلي لشراء 5000 أونصة تباع الآن بسعر 250 ل.س من خلال دفع هامش مبدئي مقداره 8% وبسعر مستقبلي 275 ل.س. وبفرض أن سعر الأونصة ارتفع إلى 300 ل.س، يكون المشتري قد حقق مكسب مقداره 125000 ل.س أي 125% من استثمار مقداره 100 ألف، أما لو اشترى الذهب من السوق الحاضر فيمكنه شراء 400 أونصة فقط وبفرض ارتفاع الأسعار إلى 300 يكون قد حقق مكسب قدره 20000 ل.س.

الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

يعد سوق النقد للأوراق المالية Money Market Securities السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما يماثلها، والتي تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل[1] سهلة التحويل إلى سيولة من أهمها أذونات الخزانة، القبولات المصرفية ....

وتتسم هذه السوق بخصائص عديدة أهمها[2]:

- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها مابين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام.
- السيولة العالية نسبياً وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة إلى نقدية.
- انخفاض درجة المخاطر وذلك لسببين[3]:

1. تدني درجة المخاطرة النقدية والتي تنشأ عن احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، فلأن هذه الأوراق من النوع القصير الأجل لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثاراً محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق.
2. تدني درجة مخاطر الائتمان والتي ترتبط باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه. فنظراً لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، أو البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً .

[1] هندي، منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية /1/، مرجع سابق، 1993، ص 59.

[2] معروف ،هوشيار، مرجع سابق، 2003، ص133.

[3] مطر، محمد، مرجع سابق، 2005، ص62.

- غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع تجعل الاستثمار في هذه الأوراق متمركزاً علــى المؤســسات الكبيــرة وبالتــالي يحــرم المستثمرون الأفراد من الاستثمار المباشر في هذه السوق ويلجئــون إلــى طــرق الاستثمار غير المباشر وذلك بمساعدة مؤسسات مالية مثــل صــناديق الاســتثمار المشترك[1].
- غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع بأقل من قيمتها الاسمية ويمثــل الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية مقدار الفوائد. وبالطبع يمكن لحامل الورقــة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد وهنا يتوقــع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية كما يتوقع أن تــزداد تلــك القيمــة (السوقية) كلما اقترب تاريخ الاستحقاق، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثــل في القيمة الاسمية المدونة.

أبرز أنواع الأوراق المتداولة في سوق النقد :

1. أذونات الخزانية: هي أوراق دين حكومية قصيرة الأجل تاريخ اســتحقاقها لا يتجــاوز السنة[2]. وتباع على أساس الخصم من القيمة الاسمية، ومخاطرها شبه معدومة، وذلــك بسبب إصدار الحكومة لها. غير أن الأذونات تتعرض لمخاطر ســعر الفائــدة وهــي المخاطر الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية للأذونات.
2. الأوراق التجارية: وتعد إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تتكون مــن ســندات إذنية غير مضمونة صادرة لحاملها ويمكن تداولها بسهولة. وفي تاريخ الاستحقاق تدفع الجهة المصدرة للورقة التجارية المبلغ مستحق السداد للشخص الذي يقدم الورقة[3].

تصدر هذه الأوراق بقيم كبيرة، حيث تقدر القيمة الدنيا لسند الإسترليني بنحو100000، وبالتالي يتم إصدارها من قبل مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية[4].

تعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ، وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم مثل أذونات الخزينة، وبما أنها في أغلب الأحيان غير مــضمونة ممــا يجعل درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها أعلى من أذونات الخزانة. وهذا يفترض بالتالي أن يكون العائد المتوقع منها أعلى من العائد على الاستثمار في أذونات الخزينة.

---

[1] Cornett, Marcia Millon, Ibid , 2007, p123.

[2] المرسوم التشريعي السوري رقم /60/ لعام 2007.

[3] كويل، براين ، أسواق المال ترجمة دار الفاروق للنشر ،فايننشل ورلد ببلشينج ،2005،ص73.

[4] المرجع السابق.

3. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: هي أوراق مصرفية تصدرها المصارف تمثل أداة دين لحاملها، يتحدد في متن الورقة المبلغ وسعر الفائدة وزمن السداد، ويحق لحاملها التصرف بها عن طريق البيع أو التنازل، وعادة ما يكون سعر الفائدة لهذه الشهادات أعلى من الودائع المصرفية العادية أو حتى الشهادات المصرفية غير القابلة للتداول[1].

تتمتع هذه الشهادات بقدر كبير من الأمان لأنها تصدر في معظم الأحيان مضمونة من قبل البنك المركزي، كما أنها توفر معدلات عائد مرتفعة نسبياً، ويمكن تداولها إذا اقتضت الحاجة.

4. القبولات المصرفية: تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية وذلك كوثائق دفع آجلة عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلع معينة من بلد آخر. فمثلاً لو أراد تاجر سوري أن يستورد بضاعة من اليابان، فعلية أن يتفق مع البنك التجاري لإصدار قبول مصرفي يضمن فيه هذا البنك للمورد الياباني الحصول على ثمن البضاعة بواسطة بنك مراسل في اليابان، ويصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة، وبأجل يساوي المهلة الزمنية المتفق عليها للسداد بين المورد والمستورد.

يكون بإمكان الموّرد الياباني بعد استلامه القبول المصرفي أن يختار الاحتفاظ به لحين موعد استحقاقه واستلام قيمته الاسمية كاملة، أو أن يقوم بيعه في السوق الثانوي للأوراق المالية وذلك بخصم معين.

تتمتع القبولات المصرفية كما غيرها من أدوات سوق النقد بعنصر السيولة، كما أنها في معظم الأحيان تكون قابلة للخصم لدى البنك المركزي وهذا يوفر لها ميزة الأمان.

ويرتبط حجم القبولات المصرفية المتداولة في سوق النقد بمعدلات الفائدة على القروض البنكية. فعندما تنخفض أسعار الفائدة يقل الإقبال عليها كما يقل حجم إصداراتها لأنه في مثل هذه الأصول يكون من الأنسب للمستوردين الحصول على قروض مباشرة بدلاً من اللجوء إلى القبولات المصرفية. وبالعكس إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة على القروض البنكية يزيد حجم إصدار القبولات المصرفية. ذلك لأنه وإن ارتفعت معدلات الفائدة على هذه القبولات إلا أن ذلك يكون في حدود أضيق من الزيادة المحققة في أسعار الفائدة على القروض بسبب أجلها القصير، من هنا تكون القبولات أكثر مناسبة من القروض المصرفية كمصدر التمويل في الأجل القصير.

[1] كنعان، علي، مرجع سابق، 2008، ص57.

الفصل الثاني

عائد ومخاطر الورقة المالية

الفصل الثاني:

عائد ومخاطر الورقة المالية

يعتمد القرار الاستثماري على ركيزتين أساسيتين الأولى وهي العائد، أما الركيزة الثانية فهي المخاطر. فالمستثمر يهدف بطبيعته إلى زيادة عوائده وثروته بأقل المخاطر الممكنة، إلا أن هذه الفلسفة تتضمن تعارضاً في أساسياتها، فمن المعروف أنه كلما زادت فرص المكاسب، ارتفعت معها احتمالات الخسائر، وعلى هذا الأساس يعتبر تحقيق التوازن بين العائد والخطر من أهم التحديات التي يواجهها المستثمر وللوصول إلى علاقة يمكن أن تكون مؤشراً للمستثمرين في سوق الأوراق المالية يرى الباحث ضرورة أن يتضمن هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم العائد، أنواعه، طرق قياسه.

المبحث الثاني: مفهوم الخطر، مصادره، أنواعه، طرق قياسه.

المبحث الثالث: العلاقة بين العائد والخطر.

المبحث الرابع: عرض أسلوب علمي من ضمن الدراسات يمكن للمستثمر أن يعتمد عليه عند اختيار ورقته المالية.

المبحث الأول:

مفهوم العائد، أنواعه، طرق قياسه

مفهوم العائد: The concept of Return

يعتبر العائد مؤشراً أساسياً لتحفيز المستثمر على الاستثمار وهو مقياس مناسب لترتيب الأدوات الاستثمارية والمفاضلة بينها. ويعرّف على انه "مقدار الربح أو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله في إحدى الأدوات الاستثمارية[1]، هذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، وقد يكون العائد على شكل عوائد فعلية أو عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلاً.

ينجم عن كل استثمار عائد قد يكون ايجابياً أو سلبياً، والقياس الدقيق لهذا العائد يجب أن يشمل مكوني العائد وهما:

- العائد الجاري Current Income: ويأخذ هذا العائد قيمة صفرية أو موجبة، ويكون على شكل توزيعات أرباح يحصل عليها حملة الأسهم، أو على شكل مدفوعات فوائد Interest يحصل عليها حامل السند على امتداد فترات دورية أو في آخر حياة السند، أو على شكل توزيعات مستلمة من الصناديق الاستثمارية. فالعائد الجاري يجب أن يكون على شكل نقد أو شبه نقد يستلم على شكل دفعات دورية نتيجة الاستثمار في ورقة مالية معينة.
- تغير السعر أو الأرباح الرأسمالية "الخسائر" Capital Gain or losses: ويعتمد هذا العائد على التغير الحاصل في القيمة السوقية للورقة المالية، ويحسب تغير السعر عن طريق إيجاد الفرق مابين سعر شراء الأصل والسعر الذي بيع على أساسه وهذا التغير يكون موجباً (ربحاً رأسمالياً) عندما يتجاوز سعر البيع ذلك السعر الذي تكبده المستثمر لقاء حيازته الأصل (السهم أو السند...)، ويكون سالباً (خسارة رأسمالية) عندما يقل سعر البيع عن سعر الشراء. أما في حالة تساوي السعرين فإن التغير في السعر يأخذ قيمة الصفر.

العائد الإجمالي= العائد الجاري + العائد الرأسمالي.

[1] Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005, p133.

عملياً، يعتمد المستثمر على معدل العائد كمقياس شائع للتعبير عن أداء الاستثمار بدلاً من النموذج البسيط لحساب العائد، الذي لا يأخذ بعين الاعتبار كل من حجم الاستثمار وتوقيت العائد ويعبر معدل العائد عن مقدار التغّير في ثروة المستثمر خلال فترة زمنية معينة، ويستخرج بطرح ثروة المستثمر في نهاية المدة من ثروته في بداية المدة وقسمة الناتج على الثروة في بداية المدة ×100. ويشير هذا المعدل إلى مقدار العائد الناجم عن استثمار ليرة سورية واحدة في الورقة المالية.

أنواع معدلات العائد:

1- معدل الكوبون: Coupon rate

هو أحد أنواع العائد الخاص بأدوات الدين (السندات) فمعدل الكوبون على السندات هو عبارة عن المعدل المسجل على متن السند، ويمثل التدفقات النقدية السنوية التي يتعهد مصدر السند بتسديدها إلى حاملي السند[1].

فيما يلي جدول يظهر تأثير معدل الكوبون على قيمة سندين، الأول يحمل كوبون 10% والآخر 12%، القيمة الاسمية لكل منهما (1000) ل.س، تاريخ الاستحقاق 12 سنة مع العلم أنّ الفائدة تدفع بشكل نصف سنوي.

جدول 1ــ2: تأثير معدل الكوبون على العلاقة بين القيمة الحالية العادلة للسند و معدل العائد المطلوب

معدل العائد المطلوب من مجتمع الاستثمار (العائد الفعال)	سند ذو معدل كوبون 10%				سند ذو معدل كوبون 12%		
	السعر العادل	تغير السعر	نسبة التغير		السعر العادل	تغير السعر	نسبة التغير
%8	1152.47 ل.س				1304.94		
		-152.47	%13.23			-166.95	%12.79
%10	1000 ل.س				1137.99		
		-125.50	-%12.55			-137.99	-%12.13
%12	874.50 ل.س				1000		

نلاحظ ما يلي:

- كلما ارتفع معدل الكوبون كلما زادت القيمة السوقية العادلة مع فرض ثبات معدل العائد المطلوب في مجتمع الاستثمار (يمكن أن يشار إليه بالفائدة السوقية)، والفترة الزمنية الباقية لاستحقاق السند.

1 Cornett, Marcia Millon , Ibid, 2007,p62.

- كلما ارتفع معدل الكوبون كلما استطاع المستثمر أن يسترد قيمة استثماراته مبكراً، ممّا يقلل فرص تعرضه للخسائر نتيجة لمخاطر تغير سعر الفائدة. بمعنى أنه كلما زاد معدل الكوبون كلما انخفضت حساسية سعر السند لمخاطر تغير سعر الفائدة.
- كلما انخفضت الفائدة كلما زادت قيمة السند.

ويعتبر معدل الكوبون مقياساً لمعدل العائد على السندات إلا أنه غير كاف لإظهار عائد مشترى السند، فهناك الأرباح الرأسمالية التي يمكن أن يحققها حامل السند عندما تنخفض معدلات الفائدة السوقية، أو الخسائر الرأسمالية التي يمكن أن يتكبدها حامل السند عند ارتفاع معدلات الفائدة السوقية.

2- معدل العائد الخالي من الخطر Risk-Free rate

عبارة عن العنصر الأول المكون لمعدل خصم التدفقات النقدية المتوقعة، ويشار إليه على أنه المعدل الآمن أو تكلفة الأموال،[1]وهو المعدل الذي يحصل عليه المستثمر فيما إذا قام باستثمار أمواله في أداة استثمارية خالية من الخطر مثل سندات الخزينة.

يحدّد هذا المعدل بمعدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي "real" rate of return بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل معدل التضخم والبيئة النقدية[2]:

<u>أولاً) العائد الخالي من الخطر الحقيقي:</u> وهو معدل العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر مقابل جعل شخص آخر يستخدم أمواله من دون أدنى مخاطرة.[3] فالمستثمر الذي يستثمر أمواله في اقتصاد خالٍ من التضخم، ويعلم توقيت وحجم التدفقات النقدية الناجحة عن الورقة المالية سوف يطلب معدل عائد مساوي للمعدل الخالي من الخطر الحقيقي، لأنّ التضحية الوحيدة التي يقوم بها هي تأجيل استخدام الأموال لفترة زمنية معينة. إذاً العائد الخالي من الخطر الحقيقي عبارة عن معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في عالم مثالي حيث جميع المخرجات مؤكدة ومعروفة (لا يوجد خطر)[4].

العوامل المؤثّرة على معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي:[5]

1. أفضلية الإنفاق اليوم عن الإنفاق غداً، فكلما زادت رغبة المجتمع بالإنفاق اليوم كلما زاد هذا المعدل. ويلاحظ أن أفضلية الإنفاق أو الأولوية الزمنية في الاستهلاك تتغير بين الأفراد، إلا أنَّ السوق يخلق معدل تعويض يتضمن أولويات جميع المستثمرين.

---

[1] Hitchner, James R. Financial Valuation: Application and Models, New Jersy, Jone Wiley&Sons, Inc, 2003, p13.

[2] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p19.

[3] Pratt, Shannon P., Cost of Capital: Estimation and Applications, New York, John Wiley & Sons, Inc, 1998, p3.

[4] Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005,P151.

[5] Reilly, Frank . k , Ibid, 2006, p19.

2. مجموعة الفرص الاستثمارية المتاحة في الاقتصاد، إن هذه الفرص تحدد تبعاً لــــ معدل النمو الحقيقي الطويل الأجل للاقتصاد. فالنمو السريع للاقتصاد يــنجم عنــه فرص أفضل وأكثر لاستثمار الأموال وتحقيق معدل عائد ايجابي. اذ يــؤدي تغيّــر معدل النمو الحقيقي الطويل الأجل إلى تغير في جميع الفرص الاستثمارية المتاحــة، وبالتالي إلى تغير في معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، فالمــستثمر صــاحب رأس المال يطلب عائداً أعلى عندما يكون هناك معدل نمو أعلى، أما أولئك الراغبين بالحصول على هذه الأموال من أجل تمويل استثماراتهم يكونون قادرين على تسديد هذا العائد المرتفع بسبب معدل النمو المرتفع.

ثانياً) معدل التضخم المتوقع في المستقبل (IP): يمثل النسبة التي تعوض المــستثمر عــن الانخفاض المستقبلي المتوقع في القوة الشرائية للنقود[1].

فالمستثمر يمتنع عن الاستهلاك الحالي وذلك من أجل زيادة الاستهلاك المستقبلي بمعدل عائد يساوي معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي، أي أنّه يرغب بزيادة استهلاكه مــن البــضائع والخدمات الفعلية بدلاً من استهلاك الكمية نفسها نتيجة ارتفاع تكلفتها. فإذا توقع ارتفاع مستوى الأسعار خلال فترة الاستثمار فإنه سوف يطلب معدل عائد اسمي أعلى للتعويض عــن معــدل التضخم المتوقع. بمعنى إذا كان معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي يــساوي 4% وتوقــع المستثمر أن ترتفع الأسعار بمعدل 3%، ففي هذه الحالة فإن معدل العائد الخالي مــن الخطــر يساوي 7%، فإذا لم تتم زيادة معدل العائد المطلوب بمقدار التضخم فإن 104 ل.س المــستلمة في نهاية فترة الاستثمار سوف تمثل عائداً حقيقياً مقداره 1% وليس 4%. لذلك فإن معدل العائد الخالي من الخطر يساوي (1+ معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي) مضروب بـــ (1+ معدل التضخم المتوقع) – 1 [2].

الخصائص النظرية للورقة المالية الخالية من الخطر: [3]

1ـــ أن تكون ذات كوبون صفري.

2ـــ انعدام مخاطر عدم القدرة على السداد.

3ـــ مطابقة فترة الاستحقاق مع فترة الاحتفاظ لدى المستثمر.

إن وجهة النظر هنا أن مثل هذا الأصل سوف يحقّق معدل العائد المتوقــع نتيجــة لانعــدام مخاطر عدم القدرة على السداد، ومخاطر إعادة الاستثمار، علــى اعتبــار أنهــا ذات كوبــون

[1] آل شبيب، دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص165.

[2] Reilly, Frank . k , Investment Analysis and Portfolio Management 8th.ed. Thomson, U.S.A, 2006, p20.

[3] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p416.

صفري، بالإضافة إلى انعدام مخاطر انخفاض السعر نتيجة تطابق تاريخ استحقاق الأصل مع تاريخ فترة الاحتفاظ.

إن الأوراق المالية التي تنطبق عليها هذه الشروط ويمكن استخدامها كمقياس لمعدل العائد الخالي من الخطر، اعتماداً على فترة الاستحقاق هي أذونات الخزانة التي مدتها ثلاثة أشهر، والسندات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل.

3ـ معدل العائد المحقق realized rate of return

ويعرف على أنّه معدل العائد المكتسب فعلاً والناجم عن الاستثمار في الورقة المالية، وبالتالي فإنّ معدل العائد المحقق هو مقياس تاريخي لمعدل الفائدة (ex post) [1] أي أنه يتعلق بالبيانات التاريخية، ومن المؤكد أنّ المستثمر لا يعرف مقدار هذا العائد في الوقت الذي يقرر فيه شراء الورقة المالية.

يحسب هذا العائد وفق المعادلة التالية:

$$\text{(1) عائد فترة الاحتفاظ } HPR = \frac{\text{قيمة الورقة المالية في نهاية الفترة}}{\text{قيمة الورقة المالية في بداية الفترة}}$$

مع ملاحظة أن قيمة الورقة المالية في نهاية الفترة تشمل الأرباح الرأسمالية أو الخسائر الرأسمالية بالإضافة إلى الدخل الجاري.

يأخذ العائد وفق المعادلة أعلاه قيماً تساوي الصفر أو أكبر ولا يمكن أن تكون قيمته سالبة فإذا كانت هذه القيمة:

- أكبر من واحد: فهذا يعني زيادة ثروة المستثمر وتحقيق عائد إيجابي خلال فترة الاحتفاظ.
- أقل من واحد: تعني انخفاض ثروة المستثمر وتحقيق عائد سلبي خلال فترة الاحتفاظ.
- تساوي الصفر: تعني أن المستثمر قد فقد كل ثروته.

وعلى الرغم من أن عائد فترة الاحتفاظ يعبر عن التغير في ثروة المستثمر، إلا أنه عادة ما يعبر عن هذا العائد بنسبة مئوية وذلك لتسهيل عملية المقارنة بين عوائد الأوراق المالية المختلفة. إن تحويل عائد فترة الاحتفاظ إلى معدل سنوي annual percentage rate يتطلب تطبيق المعادلة التالية:

$$\text{معدل عائد فترة الاحتفاظ} HPY = \text{عائد فترة الاحتفاظ } HPR - 1$$

1 Cornett, Marcia Millon , Ibid, 2007,p62.

ولاشتقاق هذا المعدل بالنسبة للأوراق المالية المحتفظ بها لأكثر من سنة لابد أولاً من حساب عائد فترة الاحتفاظ السنوي (HPR) وفق المعادلة التالية:[1]

$$HPR_{\text{السنوي}} = (HPR)^{1/n}$$

حيث n عدد السنوات التي يتم فيها الاحتفاظ بالورقة المالية

بالمقابل إذا كانت فترة الاحتفاظ أقل من سنة فيتم حساب عائد فترة الاحتفاظ وفق المعادلة التالية:[2]

$$\text{معدل عائد فترة الاحتفاظ} = \frac{C+(p_0-p_1)}{p_0} \times \frac{360}{H_p} \quad (2)$$

حيث أن:

C التدفقات النقدية (توزيعات، فوائد)

P_1 القيمة السوقية للورقة

Po سعر شراء الورقة

H_p فترة الاحتفاظ بالأيام

عموما، إذا كان معدل العائد المحقق أكبر من معدل العائد المطلوب فإن المستثمر يكون قد حقق مكاسب تزيد عما يحتاجه للتعويض عن مقدار المخاطر المتوقعة عن هذا الاستثمار.

4ـ معدل العائد المطلوب: Required rate of return

هو أدنى عائد يُطلب، أو الواجب تحقيقيه لتحفيز المستثمر لشراء الورقة المالية تعويضاً عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو المخاطرة التي يتعرض لها مستقبلاً[3].

تتضمن عملية اختيار الورقة المالية إيجاد الورقة التي تحقق معدل عائد يعوض المستثمر عن:

- القيمة الزمنية للنقود، التي تقاس بمعدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي.
- معدل التضخم المتوقع.
- علاوة الخطر التي ينطوي عليه الاستثمار في السهم أو السند.

مجموع هذه العناصر الثلاث عبارة عن معدل العائد المطلوب الممثل لأدنى عائد يقبل به المستثمر لتعويضه عن الاستهلاكات المؤجلة ويعبر عنه بالمعادلة التالية[4]:

---

[1] Reilly, Frank . k , Ibid, 2006, p8.

[2] حنفي، عبد لغفار، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص111.

[3] Archer, Stephen, Financial management 2nd .ed , N.Y., U.S.A, 1983, P401.

[4] Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005,P151.

$$rrr_i = r^* + Ip + Rp_i \qquad (3)$$

حيث أنّ:

*r: معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي

Ip: معدل التضخم المتوقع

Rpi: علاوة الخطر للورقة المالية i

rrri: معدل العائد المطلوب على الورقة المالية i

يسمى تأثير كل من معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي ومعدل التضخم المتوقع معدل العائد المطلوب لكافة الاستثمارات المرتقبة، بمعنى أنهما يؤثران على معدل العائد المطلوب عن جميع الاستثمارات بالتساوي. فإذا كان المعدل المتوقع للتضخم سوف يزداد من 2% إلى 6% فإن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على جميع الاستثمارات سوف يزداد بمقدار 4% بشكل مشابه، وإذا كان هناك انخفاض في معدل النمو الحقيقي بمعدل 1% فهذا يعني انخفاض معدل العائد الخالي من الخطر بمعدل 1% وبالتالي انخفاض معدل العائد المطلوب بنفس المقدار.

أما علاوة الخطر فهي ترتبط بكل أداة استثمارية على حدة، والمخاطر التي تنطوي عليها. فهي تسبب تغيرات في معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة والتي تمتد من السندات الحكومية إلى أسهم وسندات الشركات. وتعرف على أنها مقدار العائد الإضافي الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه، أو حصل عليه فعلاً من جراء المخاطر الإضافية التي اختار تحملها[1]، وعلى اعتبار أن علاوة الخطر تمثّل تعويض عن جميع المخاطر(عدم التأكد) فسوف تعرض الباحثة عدد من المخاطر: (مخاطر الأعمال، المخاطر المالية، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر السياسة).

أ- مخاطر الأعمال(B_r): وتتعلق بعدم التأكد أو اليقين الذي يحيط دائماً وأبداً بقدرة المنشأة على تحقيق عائد مرضي على استثماراتها، كما يتعلق أيضاً بمجموعة عوامل التكلفة والإيرادات التي تؤخذ في الاعتبار عند تحديد ذلك العائد وتشمل عوامل المنافسة ومزيج المنتجات وقدرة الإدارة وفعاليتها[2].

ب - مخاطر مالية(F_r): وهي عبارة عن المخاطر المرافقة للطريقة المتبعة من قبل الشركة لتمويل استثماراتها، فكلما ازداد اعتماد الشركة على الاقتراض في تمويل استثماراتها، كلما زادت المخاطر المالية.

---

[1] شعار، نضال، الأسواق المالية (البورصة)، حلب، 2002، ص127.

[2] عبد العال حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص269.

ج ــ مخاطر السيولة(L_r): عندما يمتلك المستثمر ورقة مالية ما فإنه يتوقع أن يكون قادراً على تحويلها إلى نقدية واستخدام هذه النقدية في استهلاكه الحالي أو في استثمار آخر. كلما زادت صعوبة هذا التحويل، كلما زادت مخاطر السيولة، وعلى المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار عند تقدير هذا النوع من المخاطر إلى:

- طول الفترة الزمنية اللازمة لتحويل الاستثمار إلى نقدية.
- مدى دقة السعر الذي سوف يستلمه.

د ــ مخاطر سعر الصرف(E_{Xr}): ناجمة عن امتلاك المستثمر لورقة مالية بعملة مختلفة عن عملته، فالمستثمر الأمريكي الذي يشتري أسهم بالين الياباني عليه أن لا يقلق فقط عن المخاطر المحيطة بالعائد المتوقع المقدر بالين الياباني، وإنما أيضاً عن أي تغير في قيمة الين مقابل الدولار. وتحيط مخاطر سعر الصرف أيضاً الشركات التي تحتاج في تعاملاتها إلى العالم الخارجي سواء ما يتعلق بالواردات والصادرات أو بالأرباح التي تحصل عليها من الاستثمارات المباشرة.

هـ ــ المخاطر السياسية(C_r): تقلبات العائد الناجمة عن احتمالية حدوث تغير رئيسي في البيئة الاقتصادية أو السياسية لبلد ما، من الأمثلة عليها ما حدث في روسيا عام 1998 حين فقد الروبل 75%من قيمته، وانهيار عدد كبير من البنوك، بالإضافة إلى تفاقم مشكلة ديون الدولة[1].

علاوة الخطر ونظرية المحفظة: أظهرت نظرية المحفظة التي طورها ماركويتز (1952-1959) أن مقدار المخاطر التي يساهم كل استثمار من الاستثمارات المكونة للمحفظة لإجمالي مخاطر المحفظة ككل يتوقف على كل من تباين عائد الاستثمار نفسه وعلى متوسط تباين عائد هذا الاستثمار مع عوائد الاستثمارات الأخرى المكونة للمحفظة، وكلما زاد عدد الأصول المالية التي تتكون منها المحفظة كلما تناقصت أهمية العنصر الأول، وتزايدت أهمية العنصر الثاني أي التباين المشترك والذي يشار إليه بالمخاطر النظامية[2]. بناء على ذلك فإن علاوة الخطر للأصل المفرد عبارة عن دالة المخاطر النظامية ضمن محفظة السوق التي تحتوي على جميع الأصول الخطرة. حيث أن جميع المخاطر غير النظامية غير مهمة لأنه يمكن التخلص منها عن طريق التنويع.

---

[1] صحيفة الاقتصادية الالكترونية، 2008، "روسيا على طريق 1998"، www.eleqt.com.

[2] مصطفى، نهال فريد، دور المعلومات المالية في تحديد المخاطرة السوقية للسهم، المجلة العلمية للاقتصاد التجارة، عدد أول، 2000، ص899.

ويشار إلى مقياس المخاطر المنتظمة بـــ بيتا (beta) وهناك نماذج متعددة لقيـــاس العائـــد المطلوب عن طريق المخاطر المنتظمة ولعل أكثرها قبولاً وشيوعاً هـــو نمـــوذج تـــسعير الأصول الرأسمالية CAPM، الذي قدمه شارب عام 1964 وصيغته الرياضية هي:

$$rrr = r_{RF} + b\,(r_m - r_{RF}) \qquad (4)$$

حيث أن:

r_{RF} : معدل العائد الخالي من الخطر، ويحسب على أساس الفائدة علـــى الأوراق الحكوميـــة قصيرة الأجل وودائع التوفير المصرفية.

r_m : معدل العائد لمحفظة سوق الأوراق المالية m (ويمثل متوسط عوائد الأسهم في الـــسوق خلال 10 أو 15 سنة. مع العلم بأن هذا المعدل يمكن أن يعدل بالزيادة أو النقصان اعتماداً على ما يتوقع أن يحدث في السوق).

b : معامل بيتا، وهو مقياس المخاطر النظامية للسهم.

ويستخدم معدل العائد المطلوب كمعيار يساعد في تحديد فيما إذا كان العائد المتوقع لأي ورقة مالية مرضي أم لا، كما يعتبر من العناصر الرئيسية المستخدمة في حـــساب القيمـــة الحقيقيـــة للورقة المالية حيث يتم خصم كامل التدفقات النقدية المتولدة من الورقة المالية بمعـــدل العائـــد المطلوب وفق المعادلة التالية[1].

$$P = \frac{\tilde{c}_1}{(1+rrr)} + \frac{\tilde{c}_2}{(1+rrr)^2} + \ldots\ldots\ldots\ldots \frac{\tilde{c}_n}{(1+rrr)^n} \qquad (5)$$

حيث أن:

P القيمة الحقيقية للورقة المالية

$\tilde{c}_t$ التدفقات النقدية المتوقعة في الفترة t (t=1، .... n)

~ تشير إلى أن التدفقات النقدية المستقبلية غير مؤكدة

n عدد الفترات خلال فترة الاحتفاظ

rrr معدل العائد المطلوب

نلاحظ أنه إذا تمكن المستثمر من تحديد معدل العائد المطلوب، فإنّه يستطيع أن يقوم مباشرة بحساب القيمة الحقيقية للورقة المالية ذات التدفقات النقدية المنتظمة: (حجم ووقت هذه التـــدفقات معروف)، أما إذا كانت الورقة المالية ذات تدفقات نقدية غير منتظمة مثل: الأسهم فهذا يتطلـــب من المستثمر بذل مجهود أكبر في التحليل المالي.

[1] Cornett, Marcia Millon , Ibid, 2007,p63.

ويتم اتخاذ القرار الاستثماري بمقارنة القيمة الحقيقية للورقة المالية مع سعرها السوقي، فإذا كان السعر السوقي أصغر من القيمة الحقيقية، فهذا يعني أن الورقة المالية مقيمة بأقل من قيمتها (العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب)، وبالتالي فإن المستثمر سوف يرغب بشراء هذه الورقة. أمّا إذا كان السعر السوقي أعلى من القيمة الحقيقية فإنّ الورقة مبالغ في تسعيرها، وبالتالي سوف يعمل المستثمر على التخلّص منها أو عدم الإقدام على شرائها.

5ــ معدّل العائد المتوقّع: Expected Rate of Return

إنّ المستثمر الذي يقوم بتقييم استثمار مستقبلي ما فإنّه يتوقع تحقيق عائد معين، قد يتوقع أن يحقق الاستثمار له في ورقة مالية A معدل عائد يساوي 10%، يمثل هذا المعدل توقعات المستثمر ويشار إليه بالمعدل المقدَر. إلا أنّ المستثمر يدرك أنّه نتيجة ظروف عدم التأكد المحيطة بالاستثمار فإن هناك احتمالات لانخفاض هذا المعدل إلى ما دون−10% أو ارتفاعه إلى 30% مثلاً. عموماً كلما زاد مدى تفاوت العوائد المتوقعة الناجمة عن الورقة المالية كلما دل ذلك على زيادة المخاطر المحيطة بهذه الورقة.

يحدد المستثمر مدى دقة العائد المتوقع الناجم عن الاستثمار بالورقة المالية من خلال تحليل العوائد المتوقعة. للقيام بذلك تحدد القيم الاحتمالية لجميع العوائد الممكنة. هذه الاحتمالات تأخذ قيماً تتراوح بين الصفر والواحد الصحيح. وتعتبر هذه الاحتمالات تقديرات شخصية يضعها المستثمر بحكم خبرته وتجاربه وحسّه الاستثماري الذي اكتسبه في تعامله مع حالة عدم التأكد التي يحملها المستقبل في طياته، وعلى الأداء التاريخي للورقة المالية أو الاستثمارات المشابهة لها، على أنْ يتمّ تعديلها بإدخال أثر التوقعات المستقبلية[1].

اعتماداً على ما سبق يمكن تعريف معدل العائد المتوقع الناجم عن الاستثمار وفق المعادلة التالية[2]:

$$E(R_s) = \left[\hat{r}_1 p_1 + \hat{r}_2 p_2 + \hat{r}_3 p_3 + \ldots\ldots \ \hat{r}_n p_n\right] \qquad (6)$$

$$E(R_s) = \sum_{i=1}^{n} (\hat{r}_i)(p_i)$$

حيث أن:

$E(R_s)$ معدل العائد المتوقع على الورقة المالية s

$\hat{r}_i$ العائد المتوقع المرافق للاحتمال p_i

p_i احتمال تحقق العائد $\hat{r}_i$

n عدد العوائد المحتملة

---

1 شعار، نضال، مرجع سابق، 2002، ص13.

2 Reilly, Frank . k , Ibid, 2006, p13.

كما يمكن أن يشار إلى معدل العائد المتوقع وفق المعادلة رقم(5) على أنه معدل الفائدة التي سوف يكسبها المستثمر على ورقة مالية(A) فيما إذا اشترى الورقة المالية وفق السعر السوقي الحالي واستلم جميع التدفقات النقدية المتوقعة، وقام ببيع الورقة في نهاية فترة الاحتفاظ[1].

نلاحظ أن العائد المتوقع هو قياس مستقبلي an ex ante وعند حساب العائد المتوقع، يقوم المستثمر بمقارنة العائد المتوقع مع العائد المطلوب فإذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب. فإن التدفقات النقدية الناجمة عن هذه الورقة تكون أكبر مما هو مطلوب للتعويض عن المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار وبالتالي فإن المستثمر سوف يرغب بشراء هذه الورقة أما إذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب فإن المستثمر سوف لن يقدم على شراء هذه الورقة أو أنه سوف يقوم ببيعها إذا كانت بحوزته.

6-عائد المحفظة:

تعتمد النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية على قياس العوائد بطريقة واقعية، ويتوقف حساب العائد المتوقع للمحفظة على نوعين من المعلومات هما[2]:

1. تقديرات لعدة نواتج متوقعة لكل نوع من أنواع الأوراق المالية. وتقديرات لاحتمالات تحقق هذه النواتج. كما بين الباحث في الفقرة السابقة عادة ما يتم اللجوء إلى البيانات التاريخية التي تتعلق بأسعار كل نوع من الأوراق المالية خلال فترات زمنية عديدة، الكوبونات الموزعة عن كل نوع في كل فترة بالإضافة إلى التنبؤات عن المستقبل وذلك لتحديد العائد المتوقع.
2. نسبة ما يستثمر في كل نوع من أنواع الأوراق المالية التي تقرر اختيارها. فإن كانت المحفظة مكونة من (ن) من الأوراق المالية فإن العائد المتوقع منها يحسب وفق المعادلة الآتية[3]:

$$R_p = w_1 E_{rr1} + w_2 E_{rr2} + \dots w_n E_{rrn} \qquad (7)$$

$$R_p = \sum_{i=1}^{n} (w_i)(E_{rri})$$

حيث أن:

R_p تمثل العائد المتوقع من المحفظة

1 Cornett, Marcia Millon , Ibid, 2007,p63.

2 فهد العربيد، عصام، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002، ص73.

3 المرجع السابق.

w_i تمثل نسبة المبلغ المستثمر في الورقة i والتي تضمها المحفظة (القيمة السوقية للأصل في بداية الفترة مقسّمة على إجمالي قيمة المحفظة في بداية الفترة) وأن مجموع w_i يساوي الواحد الصحيح.

E_{rri} العائد المتوقع في الورقة المالية i

طرق المفاضلة بين أدوات الاستثمار المالية:

حتى يتمكن المستثمر من مقارنة العوائد الناجمة عن الأدوات المالية المختلفة، عليه أولاً أن يأخذ بعين الاعتبار مفهوم القيمة الزمنية للنقود التي تشير إلى حقيقة هامة مفادها أن وحدة النقد اليوم هي أفضل من وحدة النقد المستلمة بعد سنة.

1. أسلوب فترة الاسترداد:

تعرف فترة الاسترداد بأنها المدة الزمنية اللازمة لمنافع نقدية سنوية صافية لتصبح مساوية للاستثمار الأساسي، فالمستثمر هنا ينظر إلى السرعة التي يتم فيها استرداد المبلغ المستثمر.

عيوب هذا الأسلوب[1] :

- تتجاهل هذه الطريقة جميع التدفقات التي تنتج بعد فترة الاسترداد. فإذا قرّر المستثمر أن فترة الاسترداد يجب أن تساوي سنتين، فعلى هذا الأساس، الورقة المالية التي قيمتها 1000 ل.س وتقدم عائد سنوي قدره 500 ل.س لمدة عامين فقط سيتم قبولها ويقدم على شرائها. وسوف يرفض أي مقترح لشراء ورقة مالية قيمتها 1000 ل.س سوف تقدم عائد سنوي قدره 400 ل.س ولمدة أربع سنوات. وهذا يؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.
- تتجاهل هذه الطريقة القيمة الزمنية للنقود، فهي تعطي نفس الوزن المرجح للتدفقات النقدية المتولدة عن الورقة قبل تاريخ التوقف.

بعض المستثمرين يقومون بخصم التدفقات النقدية قبل حساب فترة الاسترداد، و تقوم قاعدة خصم المبالغ المستردة على السؤال التالي "ما هو عدد الفترات الزمنية اللازمة للورقة المالية لكي تكون منسجمة مع مفهوم صافي القيمة الحالية؟"، هذا التعديل لأسلوب فترة الاسترداد يتغلب على نقطة الضعف المتعلقة بإعطاء نفس الوزن أو الأهمية لجميع التدفقات التي تقع قبل فترة الاسترداد cutoff date. فهي تمكن المستثمر من تجاوز المشكلة الثانية إلا أنّها تستمر في تجاهل التدفقات اللاحقة لفترة الاسترداد.

---

[1] Brealy, Richard . A, Principles of Ccorporate Finance, 6th. ed, Stewart c. Myers, Mc Graw – hill, Irwin,U.S.A., 2000,p97.

2. طريقة صافي القيمة الحالية (Net present value):

تهتم هذه الطريقة بالقيمة الزمنية للنقود وتدخل في حساباتها جميع التدفقات النقدية المرتبطة بالورقة المالية، مخصومة بمعدل عائد يشار إليه بمعدل الخصم أو تكلفة الفرصة البديلة، ويعرف معدل الخصم على أنّه: معدل العائد السنوي الذي يمكن الحصول عليه في الوقت الحاضر على استثمار مماثل، أو هو المكافأة التي يطلبها المستثمر لقبول تأخّر مقبوضاته.

ويستطع المستثمر بتطبيق هذه التقنية أن يحسب القيمة اليوم لمبالغ سوف يتمّ استلامها في تواريخ مستقبلية فهي تمكنه من الإجابة عن السؤال الأساسي: "ما هو المبلغ الواجب استثماره اليوم بمعدل فائدة محددة ليساوي مبلغاً محدداً سوف يتم استلامه في المستقبل؟". فالقيمة الحالية لمبلغ ما هي إلا الاتجاه المعاكس للقيمة المستقبلية.

إن المقصود بالقيمة الحالية للنقود أن القيمة لليرة السورية اليوم هي أكبر من قيمتها بعد سنة أو في السنوات اللاحقة، وتحسب اعتمادا على صيغتها الأساسية وفق المعادلة رقم(5) التي يمكن صياغتها على الشكل الآتي:

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{C_t}{(1+r)^t} \qquad (8)$$

حيث أنّ:

PV القيمة الحالية

$\sum$ مجموع التدفقات النقدية المخصومة لكل سنة مبتدئين بالسنة 1 وحتى السنة n

C التدفقات النقدية في الفترة t

r معدل الخصم

أما بالنسبة للمشاريع التي تحقق تدفقات نقدية سنوية متساويةC لمدة Tسنة فيمكن حساب القيمة الحالية باختصار المعادلة السابقة وفقاً لما يلي:

$$pv = C\left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^t}\right] \qquad (9)$$

تمثل القيمة الحالية أقصى مبلغ يمكن أن يدفعه المستثمر للحصول على الأصل المالي، ذلك لأنّ الأصل سوف يراكم أقل من تكلفة الفرصة البديلة، وبالتالي إذا لم يتمكن المستثمر من شراء الورقة بهذا السعر أو أقل منه، عليه أن لا يشتريها.

ولإيجاد صافي القيمة الحالية يتمّ طرح مبلغ الاستثمار المطلوب من القيمة الحالية، ويعبّر عنها بالمعادلة التالية [1]:

[1] المرجع السابق، ص36.

$$NPV= - C_0 +PV \qquad (10)$$

C_0 التدفق النقدي في الزمن صفر، عادة ما يمثل التدفقات النقدية الخارجة.

PV القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة.

NPV صافي القيمة الحالية: (الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة).

عند المفاضلة بين البدائل الاستثمارية يتم اختيار الاستثمار الذي يحقّق أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية، وفي كل الأحوال يجب أن يكون صافي القيمة الحالية رقماً موجباً، أي أن معدل العائد الذي سوف يتولّد من الورقة المالية المنتقاة يزيد عن تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال.

مزايا طريقة صافي القيمة الحالية:[1]

- تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود عند احتساب التدفقات النقدية.
- تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية التي تتحقق خلال فترة الاحتفاظ بالورقة المالية كافة.
- تعرض بشكل منطقي الأرباح التي تحقّقها الورقة المالية مقارنة بكلفة الاستثمار.
- إن القيم الحالية جميعها مقاسة بالليرة السورية وبالتالي يمكن أن يتمّ إضافتها إلى بعضها البعض، بمعنى إذا كان لدينا ورقتين ماليتين A و B فإن صافي القيمة الحالية تساوي:

$$NPV(A+B) =NPV(A) +NPV(B)$$

3. معدّل العائد الداخلي The internal Rate of Return (IRR):

هو معدل الفائدة أو الخصم الذي تتساوى فيه القيمة الحالية للنقدية الداخلة مع القيمة الحالية للنقدية الخارجة. بكلمة أخرى يكون معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للورقة المالية (NPV) يساوي الصفر.

أي لإيجاد معدل العائد الداخلي (IRR) لورقة مالية مستثمرة لفترة زمنية T سنة، علينا أن نعمل على حل المعادلة التالية:

$$NPV = 0 = C0 + \frac{C1}{1+IRR} + \frac{C2}{(1+IRR)^2} + ...\frac{Ct}{(1+IRR)t} \qquad (11)$$

حيث أنّ: C التدفقات النقدية من الفترة 0 إلى الفترة t

IRR معدل العائد الداخلي

NPV صافي القيمة الحالية

[1] آل شبيب، دريد كامل، مرجع سابق، 2007، ص 296.

حيث يتم استخدام أسلوب التجربة والخطأ وفق الخطوات التالية:

أولاً: نحسب القيمة الحالية لسلسة التدفقات النقدية الداخلة بمعدلات خصم مختارة لنصل إلى معدل الخصم، الذي يجعل صافي القيمة الحالية يساوي الصفر، وبالتالي يكون هو معدل العائد الداخلي للاستثمار. إنّ معرفة فترة الاسترداد بالنسبة للتدفقات النقدية الداخلة سيسمح لنا بسهولة أكبر أن نحدد معدل الخصم بشكل تقريبي، من خلال استخدام جداول القيمة الحالية الخاصة بالدفعات السنوية، وذلك على اعتبار أن الاستثمارات التي تتطلّب تدفقات نقدية سنوية دورية تكون فيها فترة الاسترداد نفس معامل القيمة الحالية لدفعات سنوية[1].

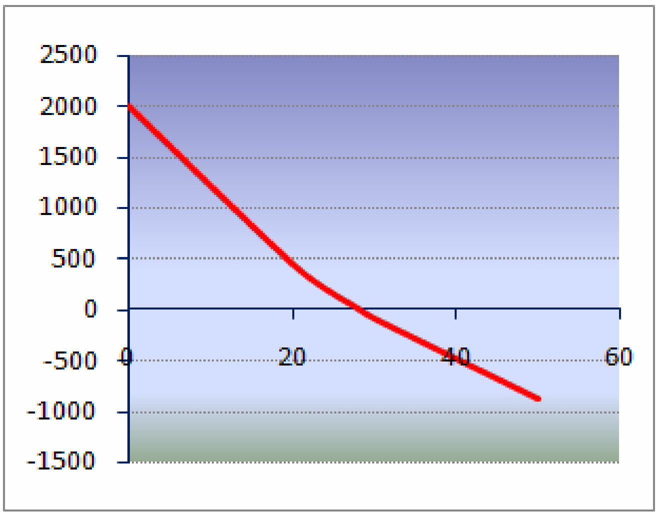
ثانياً: علينا أن نطرح مبلغ الاستثمار المدفوع من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة لتحديد مدى قرب صافي القيمة الحالية من الصفر.

إذا كان صافي القيمة الحالية أكبر من الصفر أي موجب علينا أن نحاول بمعدل خصم أكبر على سلسلة التدفقات النقدية الداخلة، أما إذا كان صافي القيمة أقل من الصفر أي سلبي فإن علينا أن نستخدم معدل خصم أصغر ونعيد خصم سلسلة التدفقات النقدية الداخلة بمعدل الخصم الأقل، حتى تصبح صافي القيمة الحالية لسلسلة التدفقات النقدية الداخلة تقريباً مساوية لصافي الاستثمار الأولي.

ويمكن الوصول بسهولة إلى معدل العائد الداخلي باستخدام الرسم البياني الآتي:

- يتمّ رسم المحور الأفقي الممثل لمعدلات الخصم، والمحور العمودي الممثل لصافي القيمة الحالية للإيرادات المتوقعة.
- يتمّ رسم ثلاث أو أربع نقاط تجمع بين صافي القيمة الحالية ومعدل الخصم.
- يتمّ الربط بين هذه النقاط بخط منحنٍ ثم يتمّ قراءة معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية (NPV) مساوية للصفر.

صافي القيمة الحالية
NPV



معدل الخصم

رسم2 –1: معدل العائد الداخلي

[1] المرجع السابق، ص298.

قاعدة معدل العائد الداخلي لقبول الاستثمار في الورقة المالية:

1) يتمّ قبول الورقة المالية إذا كان معدل العائد الداخلي أعلى من تكلفة الفرصة البديلة (معدل الفائدة المقبول من قبل مجتمع الاستثمار)، فإن كانت تكلفة الفرصة البديلة أقل من معدل العائد الداخلي (IRR) فإنّ الورقة المالية يكون لديها صافي قيمة حالية موجب وذلك عندما يتم خصم هذه التدفقات بمعدل تكلفة الفرصة البديلة.
وإذا كان للورقة معدل عائد داخلي (IRR) أقل من تكلفة الفرصة البديلة، فذلك يعني أن لديها صافي قيمة حالية (NPV) سالبة، لذلك عندما يتمّ مقارنة تكلفة الفرصة البديلة ومعدل العائد الداخلي (IRR) فإننا فعلياً نسأل فيما إذا كان للورقة المالية صافي قيمة حالية موجبة. هذه القاعدة تعطي نفس جواب قاعدة صافي القيمة الحالية مادام أن صافي القيمة الحالية (NPV) للمشروع ينخفض بزيادة معدل الخصم[1].

2) للمفاضلة بين بدائل الاستثمار المتاحة يتم اختيار البديل الذي يحقق معدل مردود داخلي أعلى.

الأخطار المرتبطة باستخدام معدل العائد الداخلي:

أولاً: الإقراض والاقتراض: لا تنخفض صافي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتولدة عن الأدوات الاستثمارية كلما زاد معدل الخصم، لنفرض أنّ لدينا المشروع A والمشروع B:

التدفقات النقدية

المشروع	C_0	C_1	معدل العائد الداخلي IRR	صافي القيمة الحالية بمعدل خصم 10%
A	1000−	1500+	%50+	364+
B	1000+	1500−	%50+	364−

نلاحظ أن كلا المشروعين يحققان معدل عائد داخلي يساوي 50%، لكن هل ذلك يعني أنّ كلا المشروعين متساويان في الأهمية؟

من المؤكد أن الجواب النفي، ففي حالة المشروع A يقوم المستثمر أولاً بدفع 1000 ل.س (وكأنّه يقرض الأموال بمعدل 50%)، بينما المشروع B يستلم أولاً 1000 ل.س (المستثمر هنا يقترض الأموال بمعدل 50%) عندما يقوم المستثمر بالإقراض، فإنه يفضّل الحصول على معدل عائد عالي، بينما عندما يقوم بالاقتراض فإنه يفضل أن يدفع معدل عائد منخفض.

[1] Brealy, Richard . A, Ibid, 2000, p 36.

إذا قمنا برسم منحنى معدل العائد الداخلي للمشروع B، نلاحظ أنّ صافي القيمة الحالية تزداد كلما ازداد معدل الخصم، من الواضح أنّ قاعدة معدل العائد الداخلي كما تم ذكرها أعلاه لا تعتبر صحيحة في هذه الحالة، وإنما يجب على المستثمر هنا أن يبحث عن المشروع الذي يحقق معدل عائد داخلي أقل من تكلفة الفرصة البديلة. والآن إذا افترضنا وجود المشروع g والذي تنجم عنه التدفقات النقدية التالية[1]:

التدفقات النقدية

المشروع	C0	C1	C2	C3	معدل العائد الداخلي	صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 10%
g	1000+	3600−	4320+	1728−	%20	0.75−

نلاحظ أن المشروع g يحقّق صافي قيمة حالية مساوياً للصفر عند معدل الخصم 20%، فإذا كانت تكلفة الفرصة البديلة تساوي 10%، فهل هذا يعني أن المشروع g يعتبر مشروعاً جيداً؟

إن المشروع g في جزء منه يشبه عملية الاقتراض، حيث يستلم أولاً تدفقات نقدية موجبة، ثمّ تدفقات نقدية سالبة في الفترة (1)، كذلك يشبه عملية الإقراض لأنه يقوم بدفع الأموال في الفترة (1) ثمّ يستردها في الفترة (2)، فهل على المستثمر قبول المشروع؟ إن الطريقة الوحيدة لمعرفة ذلك هو البحث عن صافي القيمة الحالية، وبما أن صافي القيمة الحالية تساوي −0.75 فإنه يتم رفض المشروع.

<u>ثانياً</u>: المشاريع التبادلية: نادراً ما يتمّ تقييم مشروع بشكل منفرد، لأنه غالباً ما يتم تصنيف المشاريع التي يمكن أن تكون تبادلية (قبول إحداها يعني رفض الآخر)، إضافة إلى ذلك عادة ما يكون المستثمر محكوماً بمبدأ ترشيد رأس المال (مبلغ الاستثمار المطلوب للمشاريع المقبولة أكبر من المبالغ التي يكون المستثمر على استعداد لرصدها) إن تطبيق قاعدة معدل العائد الداخلي (IRR) تعطي نتائج خاطئة نحو ترتيب مثل هذه المشاريع لتوضيح ذلك نفترض المشروعين A،B:

التدفقات النقدية

المشروع	C_0	C_1	معدل العائد الداخلي	صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 10%
A	10000−	20000+	%100	8182+
B	20000−	35000+	%75	11818+

[1] Brealy, Richard . A, Ibid, 2000, p101.

بناء على قاعدة معدل العائد الداخلي (IRR) فإن كلا المشروعين جيد، لكن يجب التوجّه نحو المشروع A كونه يحقّق معدل عائد داخلي أعلى مقداره 100%، أما إذا اتبعنا قاعدة صافي القيمة الحالية فإنّ المشروع B سوف يزيد ثروة المستثمر بمقدار 11818 هنا يمكن تطبيق قاعدة معدل العائد الداخلي (IRR) في هذه الحالة وذلك عن طريق البحث عن معدل العائد الداخلي على التدفقات النقدية الزائدة وفق الجدول التالي[1]:

التدفقات النقدية

المشروع	C_0	C_1	معدل العائد الداخلي	صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 10%
A - B	10000−	15000+	%50	3.636+

إن معدل العائد الداخلي (IRR) على الاستثمارات الزائدة تساوي 50% وهي أيضاً أعلى من تكلفة الفرصة البديلة البالغة 10%، لذلك يجب تفضيل المشروع B على المشروع A.

نفس المشكلة تظهر عند الرغبة في ترتيب المشاريع التي تظهر اختلاف زمني في خلق النقدية كما هو موضح في الجدول التالي.

المشروع	C_0	C_1	C_2	C_3	معدل العائد الداخلي IRR
E	10000−	7000	4000	1000	%13.16
D	10000−	4200	4200	4200	%12.52

بتطبيق معدلات خصم مختلفة فإن صافي القيمة الحالية لكلا المشروعين هي:

معدل الخصم	صافي القيمة الحالية للمشروع E	صافي القيمة الحالية للمشروع D
0	2000	2600
%5	1156	1437
%10	418	441
%12	151	88
%14	110−	252−

نلاحظ مما سبق:

1) صافي القيمة الحالية للمشروع E عند معدل خصم 10% أو أقل هي أصغر منها لدى المشروع D وبالتالي فإن المشروع D مفضل على المشروع E

2) عندما يكون معدل الخصم بين 10% و 12% يصبح المشروع E مفضلاً عن المشروع D

[1] المرجع السابق.

ثالثاً: معدل العائد الداخلي المتعدّد: إذا كان هناك أكثر من تغيّر في إشارة التـدفقات النقديـة المتولدة عن الورقة المالية فإنّه من المحتمل أن يكون لها أكثر من معدل عائد داخلي أو لا يكون لها معدل عائد داخلي على الإطلاق، فإذا أردنا حساب معدل العائد الداخلي لـشركة X تحقـق الأرباح التالية:

المشروع	C_0	C_1	C_2	C_3	C_4	C_5	C_6
			التدفقات النقدية				
A	1000−	800	150	150	150	150	150−

فعند حساب معدل العائد الداخلي وصافي القيمة الحالية نجد أن.

صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 10%	IRR%
74.9	50− و 15.2%

نلاحظ أن هناك معدلان للخصم يجعلان صافي القيمة الحالية مساوية للصفر.

رابعاً: معدل الفائدة القصير الأجل يمكن أن يختلف عن معدل الفائدة الطويل الأجل، إن قاعدة معدل العائد الداخلي تعتمد على مقارنة معدل العائد الداخلي للمشروع مع تكلفة الفرصة البديلة، إلا أنه في بعض الأحيان تختلف تكلفة الفرصة البديلة لسنة واحدة عن تكلفة الفرصـة البديلـة لسنتين. وهكذا في هذه الحالة هنا من الصعب إيجاد طريقة سهلة يمكن الاستعانة بها لتقييم معدل العائد الداخلي.

بناء على ما سبق، ترى الباحثة أن كلّ من طريقة صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي يعطيان نفس النتائج، وذلك عندما يتم الأخذ بعين الاعتبار نقاط الضعف السابقة بالنسبة لطريقة معدل المردود الداخلي، كما أن تطبيق معدل المردود الداخلي يعتبر أكثـر سـهولة، إذ يحتـاج المستثمر عند تطبيق طريقة صافي القيمة الحالية إلى تحديد التدفقات النقدية الواجـب خـصمها ومعدل الخصم المطلوب، فإذا كانت التدفقات النقدية آمنة فإنّ معدل الخصم سوف يساوي معدل الفائدة على الأوراق المالية الآمنة مثل: السندات الحكومية، أمّا إذا كانت هـذه التـدفقات غيـر مؤكدة فإنّه يجب خصمها بمعدل العائد المتوقع على الأوراق المالية التي تخضع لـنفس درجـة الخطر. إذاً القيمة الحالية لأي ورقة مالية تعتمد بشكل رئيسي على توقيت التدفقات النقدية وعلى حجم المخاطر المحيطة بالورقة المالية.

مؤشرات تحليل العائد لأغراض الاستثمار :

1. ربحية السهم الواحد : Earning per Share

توضّح هذه النسبة المبلغ الذي يحققه السهم العادي من أرباح المنشأة في الفتـــرة الماليـــة[1]. ويستخدم هذا المؤشر الذي يطلق عليه البعض حصة السهم العادي من الأرباح أساساً لتقييم أداء الشركة من وجهة نظر المستثمرين والمساهمين، ونظراً لأهميته بالنسبة للمستثمرين فقد ألزمت تعليمات الإفصاح عن المعلومات الصادرة عن البورصات العالمية و كذلك معـــايير المحاســـبة الصادرة عن المجامع المهنية المحاسبية، ومنها معيار المحاسبة الدولي رقم (33) على ضرورة عرض القيمة المقارنة لهذا المؤشر في صلب قائمة الدخل ويحسب وفق المعادلة التالية [2]:

$$\text{(12)}\quad \text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة – توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة}}$$

ويعكس المتوسط المرجّح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة حقيقة أن مبلغ رأس مال المساهمين يتغيّر خلال الفترة نتيجة الزيادة أو الانخفاض في عدد الأسهم المتداولة. ويمثل ذلك عدد الأسهم العادية المتداولة في بداية الفترة بعد تعديله بعدد الأسهم العادية التي قامت الـــشركة بإعادة شرائها أو المصدرة خلال الفترة مضروبة بمعامل الترجيح الزمني.

أما إذا كان هيكل رأس المال المستثمر في الشركة يحتوي على عدد من الأدوات المالية التي يحتمل تحويلها إلى أسهم عادية مثل: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو عقـــود الخيار التي لحاملها حق تحويلها إلى أسهم عادية أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عاديـــة، فحينئذ يتمّ احتساب ما يعرف بعائد السهم المخفض وفق المعادلة:

$$\text{(13)}\quad \text{ربحية السهم المخفضة} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة – توزيعات السهم الممتازة غير القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل + صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية مضافاً إليها الأسهم المحتمل تحويلها إلى الأدوات القابلة للتحويل القائمة خلال الفترة}}$$

---

[1] الحسني، صادق، التحليل المالي والمحاسبي، مجدلاوي، عمان، 1998، ص261.

[2] International Financial Accounting Standards, no 33, par10, 2006.

نلاحظ أن ربحية السهم التي تمّ ذكرها في القوائم المالية تعتمد على البيانات التاريخية وما يهم المستثمر فعلاً هو المستقبل، لذلك على المستثمر أن يقدر ربحية السهم للفترات القادمة .

إلاّ أنّ السبب الرئيسي للنظر في الأداء التاريخي للشركات هو معرفة الاتجاه المستقبلي لربحيتها. إذاً المهم هو تقدير ربحية السهم المستقبلية ويمكن التعبير عنها بالمعادلة:

$$\text{ربحية السهم في السنة } t = \frac{\text{الأرباح المستقبلية في السنة } t}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة في الفترة } t}$$

وللوصول إلى مقام هذه المعادلة (المتوسط المرجح لعدد الأسهم في الفترة t) فيمكن افتراض أن عدد الأسهم سوف يبقى بناء على آخر مستوى أو أنها سوف تتغير بمعدل معتدل.

أما بالنسبة إلى بسط هذه المعادلة على المستثمر أن يتنبأ بمبيعات الشركة و صافي هامش الربح حيث أنّ:

الأرباح المستقبلية في السنةt= المبيعات المقدرة t × صافي هامش الربح المتوقع في السنة t[1].

<u>أولاً:</u> التنبؤ بالمبيعات:

يشتمل التنبؤ بالمبيعات على:

- تحليل السلاسل الزمنية: إذ تعطي خريطة التسلسل الزمني البسيط للمبيعات مقابل الزمن معلومات كثيرة فيما يتعلق بنموذج معدل نمو المبيعات، إنّ تحليل هذه السلسلة المترافق مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير كلّ من الوضع الاقتصادي العام (انكماش، رواج .....)، ووضع الصناعة التي تنتمي إليها هذه الشركة:(دورة الحياة بالنسبة للصناعة ، الهيكل التنافسي ....). بالإضافة إلى اقتراحات الشركة: (زيادة أو تخفيض المبيعات) يوفر نظرة مستقبلية للمبيعات المتوقعة.
- تحليل العلاقة بين مبيعات الشركة مع سلاسل اقتصادية عديدة متعلقة بها، وكذلك مع سلاسل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وذلك باستخدام نموذج الانحدار[2]، وتخبرنا هذه المقارنات كيف يكون أداء الشركة بالنسبة للاقتصاد وكذلك بالنسبة لأقرب منافسيها[3].

---

[1] Joehnk, Michael. D, Ibid, p333.

[2] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p485.

[3] عبد العال حماد، طارق، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص439.

ثانياً: تقدير صافي هامش الربح :

إن تقدير صافي هامش الربح يجب أن يتضمّن ثلاثة اعتبارات تساعد المحلل والمستثمر على فهم أداء الشركة في الماضي وتمده بخلفية تمكّنه من عمل تقدير صحيح للمستقبل:

- تحديد استراتيجية التنافس الخاصة بالشركة وهي إما التكلفة المخفضة أو التميز.
- الأداء الداخلي للشركة متضمناً الاتجاهات العامة للشركة والأخذ بعين الاعتبار أي مشكلة قد تؤثر على أداء الشركة في المستقبل.
- علاقة الشركة بالصناعة التي تعمل بها، هذه العلاقة تبين فيما إذا كان أداء الشركة في الماضي يمكن أن ينسب إلى تلك الصناعة، أو أنها متفردة في هذه الشركة.

إذاً لتقدير صافي هامش الربح يتمّ الانطلاق من صافي هامش الربح لعدد من السنوات السابقة، ويعدل اعتماداً على أي معلومات متعلقة بالشركة نفسها أو بالصناعة التي تنتمي إليها مثل:(انخفاض أسعار المواد المنتجة نتيجة تغير بنية المنافسة، ارتفاع هامش ربح الصناعة نتيجة إنتاج مواد ذات هامش ربح مرتفع، زيادة المكننة والطرق التكنولوجية المستخدمة...).

2. حصة السهم العادي من توزيعات الأرباح:

وتحدّد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$\text{(14)}\quad \text{حصة السهم من التوزيعات} = \frac{\text{التوزيعات المعلن عنها} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية}}$$

ما يهمّ هنا المستثمر هو حساب حصة السهم العادي من التوزيعات المستقبلية التي يمكن الوصول إليها بضرب حصة السهم العادي من الأرباح المقدّرة في الفترة t مع نسبة التوزيعات payout ratio لنفس الفترة:

$$p.out_t \times Eps_t = Dps_t$$

يؤخذ بعين الاعتبار عند تقدير نسبة التوزيعات لشركة ما فيما إذا كان معدل التوزيعات هو القرار الرئيسي المتخذ من قبل الإدارة أم أنّه قراراً ثانوياً.

من الواضح، إذا كان معدل التوزيعات هو القرار الرئيس، فإن التوزيعات سوف تتغّير عبر الزمن بالتوافق مع الأرباح، وبالمقارنة إذا كان مقدار التوزيعات هو القرار الرئيسي فإن التوزيعات تبقى ثابتة بينما نسبة التوزيعات سوف تزداد أوتوماتيكياً خلال فترة انخفاض الأرباح وتنخفض عند فترة ارتفاع الأرباح.

لذلك عند تقدير نسبة التوزيعات فإنه من الضروري تقدير دفعات التوزيعات باستخدام السلاسل الزمنية ثمّ ربط التوزيعات المقدّرة مع الأرباح المقدّرة، وبسبب تغيّر هذه النسبة فإنه يجب عدم التأكيد على التغيرات السنوية، بل استخدام النظرة الطويلة الأجل لتقدير نسبة التوزيعات عبر دورة الأعمال[1].

وتؤثّر سياسة التوزيعات التي تتبعها الشركة على سعر السهم حيث أن إتباع الشركة لسياسة التوزيعات الثابتة تزيد من سعر السهم وذلك بتخفيض المخاطر المحيطة بحملة الأسهم والمترافقة مع التدفقات المتوقعة من التوزيعات، إن هذه السياسة ينشأ عنها صورة عن ثبات بيئة الأعمال. كما أن إتباع الشركة لسياسة زيادة التوزيعات تخلق شعور لدى المستثمر بأن الشركة تدخل مرحلة جديدة من النجاح. بالإضافة إلى أنها تساعد بعض المستثمرين (مستثمر الدخل) للحفاظ على مستوى معيشي في مواجهة التضخم الذي يخفض القوة الشرائية[2].

3. مضاعف سعر السهم العادي price earning Ratio

يعبّر مضاعف سعر السهم عن عدد مرات ربحية السهم السنوية اللازمة لتغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين[3] ويعبّر عنها بالمعادلة التالية:

(15) مضاعف سعر السهم = السعر السوقي للسهم العادي ÷ ربحية السهم العادي

ويلاقي هذا المضاعف اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين، حيث أن ارتفاع هذا المضاعف يترجم عادة إلى ارتفاع في أسعار الأسهم وبالتالي تحقيق عائد أفضل لحملة الأسهم، وعلى الرغم من رغبة المستثمر بمشاهدة هذا المضاعف يرتفع إلا أنه يجب أن ينتبه من الارتفاع الكبير له (بالمقارنة مع السوق أو مع أداء السهم في الماضي). فقد يكون ذلك مؤشراً على أن سعر السهم أصبح مبالغاً في قيمته، وبالتالي يزداد تعرض السهم إلى مخاطر انخفاض قيمة السهم.

مدى مناسبة مضاعف سعر السهم بالنسبة للشركة:

أولاً: مقارنة مضاعف سعر السهم مع معدل نمو أرباح الشركة، وقد طوّر السوق مقياساً لإجراء هذه المقارنة، وذلك بتقسيم مضاعف سعر السهم على معدل نمو أرباح الشركة في الثلاث أو الخمس سنوات الأخيرة وفق المعادلة التالية[4]:

(16) $\text{نمو مضاعف سعر السهم} = \dfrac{P/E}{\text{معدل نمو الأرباح فى السنوات الثلاث أو الخمس السابقة}}$

---

[1] Reilly, Frank k , Ibid, 2006,p443.

[2] Bolton, Steven. E, Essential of Managerial finance , Houghton Mifflin Company, 1981, p379.

[3] محمد عبد ربه، محمد، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص12.

[4] Joehnk, Michael..D, Ibid, 2005, p312.

عندما تساوي هذه النسبة الواحد أو أقل يدلّ ذلك على أن مضاعف سعر السهم يتوافق مع معدل نمو أرباح الشركة (على المستثمر أن يبحث عن هذا النوع من الأسهم للقيام بشرائه)، أما إذا كانت هذه النسبة مرتفعة يدلّ على أن مضاعف سعر السهم يتخطى معدل نمو الأرباح وبالتالي من المحتمل أن ينخفض سعر السهم. ومن الخطر شراء أسهم جديدة أو الاحتفاظ بالأسهم الموجودة.

ثانياً: مقارنة مضاعف سعر السهم مع مضاعف سعر السوق: فمضاعف سعر السوق هو عبارة عن متوسط مضاعف سعر السهم لجميع الأسهم الموجودة في مؤشر السوق (مثل مؤشر ستاندر اند بور500) فهو يعطينا فكرة عن الوضع العام في السوق، وعن دور السوق في تسعير الأسهم.

إن استخدام مضاعف السوق كمعيار يساعد المستثمر على تقييم أداء مضاعف سعر السهم، وبالتالي يمكن حساب ما يسمى مضاعف سعر السهم النسبي(Relative P/E Multiple) بتقسيم مضاعف سعر السهم على مضاعف سعر السوق[1] ، فارتفاع هذه النسبة يعتبر مرغوباً فيه، ويدل على أن السهم سوف يسعر بشكل أكبر، إلا أنه من المتعارف عليه بأنه كلما ابتعد بالزيادة مضاعف سعر سهم معين عن النسبة المعيارية للسوق كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم وبالتالي التعرض للخسائر والعكس صحيح .

المتغيرات المؤثرة على مضاعف الربحية:

يمكن استخدام نموذج خصم التوزيعات (Dividend Discount Model) DDF لمعرفة المتغيرات المؤثرة في مضاعف سعر السهم كما يلي[2]:

$$Pi = \frac{D_1}{K - g} \quad (17)$$

حيث أنّ:

Pi السعر الحالي للسهم i

D_1 التوزيعات في الفترة 1

K معدل العائد المطلوب

G معدل نمو التوزيعات

---

[1] المرجع السابق، ص335.

[2] عبد العال حماد، طارق، مرجع سابق، 2007 ،ص418.

فإذا قسمنا كلاً من جانبي المعادلة على E_1 (الأرباح المتوقعة أثناء الـــ12شهر القادمة) تكون النتيجة:

$$\frac{P_i}{E_1} = \frac{D_1 / E_1}{K - g}$$

وبذلك تتحدّد نسبة مضاعف الربحية بواسطة:

<u>أولاً</u>: $\frac{D_1}{E_1}$ نسبة توزيعات أرباح الأسهم المتوقعة:إن تقدير هذه التوزيعات يعتمــد على موضوعين اساسيين هما: نظرة المستثمر لنمو الأرباح على اعتبار أن الأرباح هي مصدر التوزيعات، وعلى سياسة التوزيعات المتبعة من قبل الشركة والتي تأخذ أشــكالاً عــدة منهــا: (سياسة التوزيعات الثابتة، سياسة معدل التوزيعات الثابت، التوزيعات الإضافية).

نلاحظ وجود علاقة إيجابية بين هذه النسبة والمضاعف، فإذا زادت نسبة التوزيعات مع بقاء كل من معدل العائد المطلوب و معدل نمو التوزيعات ثابتاً كلما زاد المضاعف.

<u>ثانياً</u>: معدل العائد المطلوب/k/: هناك علاقة عكسية بين مضاعف الربحية ومعــدل العائــد المطلوب، فكلما زاد معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، كلما انخفض المبلغ الذي ســوف ينفق مقابل التدفقات النقدية المستقبلية.

وكما بيّن الباحث، فإنّ معدل العائد المطلوب يتمّ تحديده إمّا عن طريق تحليل عناصر الخطر الرئيسية (مخاطر الأعمال، المخاطر المالية، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الــصرف.....) أو من خلال اشتقاقه اعتماداً على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

<u>ثالثاً</u>: معدل النمو المتوقع لتوزيعات أرباح السهم /g/: يحدّد من خلال معدل نمو الأربـــاح و نسبة الأرباح التي يتمّ صرفها، وعلى المدى القصير، يمكن لأرباح الأسهم أن تنمو بشكل أسرع أو أبطأ من التوزيعات إذا غيرت الشركة نسبة التوزيعات، بمعنى إذا كانت نـسبة التوزيعــات ثابتة فإنّ معدل نمو الأرباح يساوي معدل نمو التوزيعات، أما إذا زادت نسبة التوزيعات فــإن التوزيعات سوف تنمو أسرع أو أبطأ من معدل نمو الأرباح.

من الواضح أن التقدير الأهم هنا هو لمعدل نمو الأرباح الذي يتوقف على:

1- نسبة الأرباح التي تحتفظ بها الشركة و تعيد استثمارها في أصول جديدة[1].

2- معدل العائد على هذه الأصول.

معدل نمو الأرباح= معدل الأرباح المحتجزة × العائد على حقوق الملكية

$$ROE \times RR = g$$

[1] المرجع السابق، ص428.

تحدد نسبة الأرباح المحتجزة من قبل مجلس الإدارة وذلك اعتماداً على فــرص الاســتثمار المتوافرة، وتساوي الواحد ناقص نسبة الأرباح الموزعة، لذلك فإن زيــادة نــسبة التوزيعــات يرافقها انخفاض في نسبة الأرباح المحتجزة و بالتالي انخفاض في معدل النمو[1]. أما العائد على حقوق الملكية ROE فاعتمادا على نظام Du Pont هو دالة عن[2] :

- صافي هامش الربح (صافي الدخل/ صافي المبيعات)
- معدل دوران إجمالي الأصول (صافي المبيعات/ إجمالي الأصول)
- الرافعة المالية (إجمالي الأصول/ حقوق الملكية)

و بالتالي لتقدير ROE لابد من فحص الاتجاهات التاريخية والمتوسطات لكل عنــصر مــن العناصر الثلاث المكونة لمعدل العائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى التوقعــات عــن الأداء المستقبلي لهذه العناصر.

تستطيع الشركة زيادة معدل النمو وذلك بزيادة نسبة الأرباح المحتجزة واستثمار هذه الأموال الإضافية بمعدل عائد ROE التاريخي، أو بشكل بديل يمكن أن تبقى الــشركة نــسبة الأربــاح المحتجزة وتزيد من ROE.

ترى الباحثة أن ما يهم المستثمر هنا هو السعي لشراء أسهم ذات معدل نمو مرتفــع، أو أن يكون الفارق بين معدل العائد المطلوب ومعدل النمو منخفض وذلك لتحقيق مكاسب رأسمالية.

4. معدل دوران السهم العادي:

ويقيس مدى الإقبال على السهم في السوق المالي ممثلاً بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم، ويحدد بالمعادلة الآتية:

$$\text{(18)} \quad \text{معدل دوران السهم العادي} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

كلما كان المعدل مرتفعاً دل ذلك على زيادة في الطلب على السهم والعكــس صــحيح إلا أنّ المشكلة هي بالبحث عن أسباب هذا الارتفاع حيث يمكن أن يكون ناتجاً عن مــضاربات علــى السهم. لذلك لا يمكن الاكتفاء بهذا المؤشر بل لابد من اخذ عدد من المؤشرات.

[1] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p335.

[2] فؤاد التميمي، ارشد،التحليل والتخطيط المالي، اليازوري، عمان، 2008، ص352.

5. القيمة الدفترية للسهم العادي:

ويتعامل هذا المقياس مع حقوق الملكية لحملة الأسهم وهذه النسبة تحدّد بالمعادلة الآتية[1]:

(19) القيمة الدفترية للسهم العادي= $\frac{\text{إجمالي حقوق الملكية – الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ الميزانية}}$

ويتم ربط القيمة الدفترية مع القيمة السوقية بالنسبة الآتية: القيمة السوقية/القيمـــة الدفتريـــة، فعندما يكون المستثمرون لديهم نظرة تشاؤمية عن مستقبل السهم، فإن السهم سوف يباع بأقل من قيمته الدفترية، أما عندما يكون السعر السوقي للسهم أعلى من القيمة الدفترية فهذا يشير إلى أنّ المستثمرون ينظرون إلى الشركة على أن لديها قدرات وإمكانيات مستقبلية تجعل قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الدفترية.

عادة ما تكون نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لمعظم الأسهم أكبر من الواحد، وفـــي السوق النشط فإنه من الشائع أن يباع السهم بأعلى من قيمته الدفترية بـــ 4 أو 5 مرات أو حتى أكثر. يجب ملاحظة أن ارتفاع هذه النسبة قد يشير إلى أن السهم قد وصل إلى أعلى سعر أو أنه قيِّم بأعلى من سعره أو أنه ناجم عن انخفاض نسبة حقوق الملكية[2]، وبالتالي يفضل عدم شـــراء السهم أو بيع الأسهم المحتفظ بها.

---

[1] Gibson, Charles. H, Financial Reporting and Analysis, Thomson, U.S.A., 2004, p296.

[2] Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005, p214.

المبحث الثاني

مفهوم الخطر وأنواعه

يعرف الخطر بأنه الحالة التي يوجد فيها إمكانية لحدوث انحراف عن النتائج المرغوب فيها أو المتوقعة[1]، أما في مجال الاستثمار فيعرف على أنه فرصة اختلاف العائد الفعلي الناجم عن الاستثمار عن العائد المتوقع[2] كما يعرف بأنّه عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المتوقعة[3]. وعلى الرغم من انه كثيراً ما يستخدم اصطلاح الخطر وعدم التأكد كمترادفين يعنيان الشيء نفسه إلا أن هناك في الواقع اختلاف من حيث القابلية للقياس. فالخطر يعني احتمال اختلاف صافي التدفقات النقدية التي سوف تتحقق في المستقبل وتوقيت حدوثها عن التقديرات الحالية لها أمّا عدم التأكد فيشير إلى عدم القدرة على صياغة توقعات محددة بشأن التدفقات النقدية وتوقيت حدوثها بسبب عدم كفاية المعلومات اللازمة للقيام بذلك[4]. ولكن عادة ما يتمّ استخدام كلا المفهومين للإشارة إلى التقلبات المحتملة في التدفقات النقدية المستقبلية للبدائل الاستثمارية.

ويمكن تقسيم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين رئيسين:

المخاطر النظامية Systematic risk

هي المخاطر الناجمة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. كالإضرابات العمالية أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو ارتفاع أسعار الفائدة أو الحروب، وهي مخاطر لا يمكن تجنبها بالتنويع وتصيب جميع الأوراق المالية أياً كان نوعها وأياً كانت الشركات المصدرة لها لذلك يصعب على المستثمر أن يتخلص منها أو يخفضها عن طريق الاستثمار في محفظة استثمارية منوعة تنويعاً كاملاً. وعلى الرغم من أنّ جميع الأوراق المالية تتأثر بالمخاطر المنتظمة إلا أنه من غير المتوقع أن يكون لتلك المخاطر تأثيراً متساوياً على أسعار الأوراق المالية المتداولة جميعها. وتقاس هذه المخاطر باستخدام معامل بيتا (Beta) الذي يعتبر المقياس المطلق للمخاطرة النظامية إذ يقيس حساسية عائد الورقة المالية للتغير نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية[5].

---

[1] Gallati, Reto R., Risk of Management and Capital Adequacy, New York, Mc Graw-Hill, 2003.

[2] Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005, p166.

[3] مصطفى، نهال فريد، مرجع سابق، 2000 ، ص899.

[4] Gitman, Lawrence. J, Principles of Managerial Finance ,N.Y: Harper and Row- publisher, 1991.p158-159.

[5] Rao,Ramsh,Financial Management,2nd.ed.,Singapor,1992,p327.

تمثّل المخاطر المنتظمة فيما يلي:

1. مخاطر أسعار الفائدة:

تتأثر الأوراق المالية بمخاطر الفائدة، ويكون هذا التأثير أكبر على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت. فمخاطر سعر الفائدة هي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف في معدلات العائد المتوقع عن معدلات العائد الفعلي بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال مدة الاستثمار.

وتؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على حملة الأوراق المالية وفقاً لما يلي:

- إنّ أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب أسعار الفائدة السوقية بطريقة عكسية. فكلما ارتفعت أسعار الفائدة السوقية كلما انخفضت أسعار السندات والعكس صحيح[1].
- بشكل عام يزداد تعرض السند لخطر أسعار الفائدة كلما طال أجل الاستحقاق (كلما طال تاريخ الاستحقاق، كان تأثير تغير سعر الفائدة على قيمة السند أكبر) مع ملاحظة أن العلاقة بين تاريخ الاستحقاق ونسبة التغير في سعر السند الناجمة عن تغير سعر الفائدة ليست خطية. أي: إنّ التغير في قيمة السند مع تغير سعر الفائدة يكون بنسب متناقصة كلما اقتربنا من تاريخ الاستحقاق[2].
- إن التغير في معدلات الفائدة، يؤثر في معدل العائد الذي يتوقع الحصول عليه عند إعادة استثمار التدفقات النقدية الناجمة عن الورقة المالية المستثمرة، ويعرف ذلك بمخاطر معدل إعادة الاستثمار.

2. مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:

هي المخاطر الناجمة عن التغيرات الحاصلة في المستوى العام للأسعار (التضخم أو الكساد)[3]، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ففي فترات ارتفاع الأسعار تنخفض القوة الشرائية للعملة. ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت (حسابات الإيداع، السندات ....)، حيث أنّ ارتفاع معدل التضخم يعني ارتفاع معدل الخصم وبالتالي انخفاض القيمة الحالية لهذه الأوراق في حين أنّ العلاقة بين التضخم وسعر الفائدة وسعر السهم ليست مباشرة وثابتة كما في أدوات الدخل الثابت فالتدفقات النقدية يمكن أن تتغير مع تغير معدل الفائدة والتضخم ولا يمكن أن يكون المستثمر متأكداً من أنّ هذه التدفقات سوف تكون معاكسة أو

---

1 Saunders, Anthony , financial Markets and institution, 3th.ed., MC Grow-Hill, Irwin, New York 2007, p71

2 إبراهيم هندي، منير، مرجع سابق، 2006، ص67.

3 Joehnk, Michael. D, Ibid, 2005 p162

متوافقة مع التغيرات في أسعار الفائدة والتضخم.ولتحديد ذلك، لنفترض الحالات الآتية وذلك اعتماداً على نموذج خصم التوزيعات DDM وفقاً لما يأتي[1]:

الحالة الأولى: أن تبقى أسعار الأسهم ثابتة، ذلك يعني أنّ عوائد السهم ازدادت بالتوافق مع معدل التضخم، أي: إنّ الشركة تمكنت من زيادة أسعار منتجاتها بما يتناسب مع زيادة تكاليفها. (الزيادة في معدل العائد المطلوب يكون جزئياً أو كلياً معادلاً للزيادة في معدل نمو الأرباح والتوزيعات).

الحالة الثانية: انخفاض سعر السهم، يحدث عندما لا تتمكن الشركة من زيادة أسعار منتجاتها بما يتناسب مع زيادة التكلفة، هذا يؤدي وبشكل مشابه لما يحدث للأوراق المالية ذات الدخل الثابت. (معدل العائد المطلوب يزداد بينما معدل نمو التوزيعات يبقى ثابتاً).

الحالة الثالثة: عدم تمكن الشركة من الحفاظ على تدفقاتها النقدية (بسبب انخفاض مبيعاتها وبالتالي أرباحها أو بسبب ارتفاع تكاليفها) في الوقت الذي ازداد فيه معدل الفائدة المترافق مع زيادة معدل التضخم، هنا أسعار الأسهم سوف تنخفض بسبب ارتفاع معدل الخصم المترافق مع انخفاض في معدل نمو التوزيعات.

كقاعدة عامة، تعدّ أدوات الاستثمار التي تتحرك قيمتها مع المستوى العام للأسعار ذات مخاطر قوة شرائية منخفضة وتكون أكثر ربحية خلال فترات ارتفاع الأسعار. أمّا الاستثمارات ذات الدخل الثابت تكون مفضلة في فترات انخفاض المستوى العام للأسعار، مع ملاحظة أنّ هذه الأدوات قد تكون عاجزة عن مقاومة التضخم بحيث قد يفوق الارتفاع في الأسعار معدل العائد الناجم عنها.

3. مخاطر السوق: market risk

وهي المخاطر التي تؤدي إلى تخفيض العوائد الناجمة عن الورقة المالية وذلك بسبب عوامل خارجة عن سيطرة الشركة المصدرة للورقة. وتعدّ التغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية بالإضافة إلى العوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة والجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، مسببات لهذا النوع من المخاطر.

ومن الأمثلة على المخاطر السوقية ما حدث في الأسواق المالية الآسيوية يوم الخميس الموافق 23 تشرين الأول عام 1997 وذلك حين انهارت الأسعار أولاً في بورصة هونغ كونغ لتنعكس بعد ذلك على بورصات الدول المجاورة في ماليزيا واندونيسيا واليابان وليمتد هذا الانهيار فيما بعد على أسواق المال في الولايات المتحدة وأوربا واستراليا[2].

---

[1] Reilly, Frank . k , Ibid, 2006, p414.

[2] كنعان، علي، مرجع سابق، 2008، ص56.

الأزمة المالية الحالية التي تشهدها الولايات المتحدة والتي انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية لمختلف الدول. وانهيار الأسعار في إجمالي الأسواق المالية العالمية، إذ قدّرت خسائر العالم العربي بحوالي 350 مليار دولار أمريكي[1].

4. **مخاطر الضريبة Tax risk**

وترتبط هذه المخاطر باحتمال قيام الدولة بتعديل غير مرغوب فيه في قانون الضرائب، كلما زاد احتمال إجراء مثل هذه التغيرات انعكس ذلك على تغير ربح الشركة بعد الضريبة، وبالتالي على القيمة السوقية للورقة المالية.

من التغيرات غير المرغوب فيها في قانون الضريبة: تخفيض العناصر المستثناة، زيادة معدل الضريبة، تخفيض المبلغ المعفى من الضريبة.

المخاطر غير النظامية: un systematic risk

هي ذلك التقلب الذي يحصل في عائد ورقة مالية وناتج عن عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للورقة. يطلق عليها أحياناً بالمخاطر المنفردة unique risk [2].

العوامل التي تسبب هذه المخاطر، هي الإضرابات العمالية للشركة، الأخطاء الإدارية، تغير أذواق المستهلكين، ظهور اختراعات جديدة..... ويمكن للمستثمر أن يحمي نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنوع محفظته الاستثمارية بحيث أنّ جميع الاستثمارات لا تتأثر بهذه المخاطرة في آن واحد، لذلك تسمى بالمخاطرة القابلة للتنويع diversifiable risk.

يمكن تقسيم مصادر هذه المخاطر إلى:

1. **مخاطر الأعمال Business risk :**

يقصد بها درجة التذبذب في الدخل التشغيلي للشركة و يعزى إلى عاملين:

- التغير في المبيعات لأسباب ترجع لظروف الصناعة (طبيعة المنتجات أو العملاء).
- التغير في التكاليف لأسباب تتعلق بطريقة الإنتاج المتبعة والدمج بين التكاليف الثابتة والمتغيرة (الرافعة التشغيلية).

يتم قياس مخاطر الأعمال بتغير الدخل التشغيلي عبر الزمن، وبالتالي: إن تغير الأرباح يقاس بالانحراف المعياري لسلسلة بيانات تاريخية متعلقة بالدخل التشغيلي (من خمس إلى عشر

---

[1] الأمين التنفيذي للجنة الاقتصادية والاجتماعية لدول غرب آسيا التابعة للأمم المتحدة السيد بدر عمر الدفع، 2008.

[2] فؤاد التميمي، أرشد، مرجع سابق، 2004، ص51.

سنوات). وبما أنّ الانحراف المعياري يتأثر بحجم الأرقام، فإنّ المستثمر يستخدم معامل الاختلاف coefficient of variance وفق المعادلة التالية:

مخاطر الأعمال = f (معامل الاختلاف للأرباح التشغيلية)

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري للأرباح التشغيلية}}{\text{متوسط الأرباح التشغيلية}}$$

بالإضافة إلى قياس إجمالي مخاطر الأعمال، يعدّ من المهم فحص العاملين الاثنين اللذين يؤثران على الأرباح التشغيلية:

أولاً: التقلب في المبيعات: ويقاس أيضاً بمعامل الاختلاف خلال خمس إلى عشر السنوات الأخيرة. وتعدّ درجة تقلب المبيعات المحدد الأول لتغير ربحية المنشأة، وتحدث بشكل أساسي نتيجة عوامل خارجة عن سيطرة الإدارة. فمبيعات الشركات التي تتأثر بالدورة الاقتصادية (الفولاذ، السيارات) تكون أكثر تقلباً من مبيعات الشركات غير المرتبطة بالدورة الاقتصادية مثل إمدادات المشافي. صناعات الأطعمة[1].

$$\text{مخاطر تقلب المبيعات} = \frac{\text{الانحراف المعياري للمبيعات}}{\text{متوسط المبيعات}}$$

كلما زاد تقلب المبيعات كلما زادت مخاطر الأعمال، وبالتالي زاد معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر.

ثانياً: الرافعة التشغيلية: operating leverage

ترتبط درجة الرفع التشغيلي بهيكل تكاليف المنشأة، فكلما ارتفعت نسبة التكاليف الثابتة في هذا الهيكل ازداد الرفع التشغيلي والعكس بالعكس.

وتحدد درجة الرفع التشغيلي (DOL) بالمعادلة الآتية[2]:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{عائد المساهمة الحدية}}{\text{صافي ربح التشغيل}}$$

حيث أنّ : عائد المساهمة الحدية للوحدة = الفرق بين سعر بيع الوحدة وتكلفتها المتغيرة

$$\text{أو درجة الرفع التشغيلي} = 1 + \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{صافي ربح التشغيل}}$$

[1] Browm, Keith C, Ibid, 2006, p325.

[2] مطر، محمد، التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص230.

وتقيس درجة الرفع التشغيلي مدى حساسية أو استجابة التغير في صافي ربح التشغيل للتغير الحادث في المبيعات خلال فترة محددة ويعبر عن ذلك وفق المعادلة الآتية [1]:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \sum_{r=1}^{n} \frac{|EBIT\%\Delta|}{|S\%\Delta|} \ / \ n$$

حيث أن:

EBIT صافي الربح قبل الضريبة والفائدة

S المبيعات

Δ التغير

n عدد المشاهدات

إنّ إجمالي تكاليف الإنتاج لشركة ليس لديها تكاليف إنتاج ثابتة تتغير مباشرة مع المبيعــات، وبالتالي فإنّ الأرباح التشغيلية سوف يكون لها التغير الحاصل نفسه للمبيعــات. فــي الواقــع، الشركات دائماً يكون لديها بعض التكاليف الثابتة مثل المبــاني، الآلات .... إنّ التكــاليف الثابتة تجعل الأرباح التشغيلية تتقلب أكثر من المبيعات وذلك عبر دورة الأعمال ولهذه المعلومة أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر وعلى الأخص خلال فترة الركود.

لو أنّ المستثمر بصدد المقارنة بين منشأتين A، B وكانت نسبة التكاليف الثابتة في Aأعلــى من مثيلتها في المنشأة B، فهذا يعني أنّ الرفع التشغيلي في A أعلــى مــن B، وإذا مــا كــان الاقتصاد مقبلاً على فترة تتسم بالركود، فإنّ أسهم المنشأة A سوف تنخفض قيمتها بمعدل أكبــر من أسهم المنشأة B وذلك لأن تغيراً سلبياً معيناً في المبيعات سيترتب عليه تغير اكبرـــ وفــي نفس الاتجاه ـــ في صافي الربح التشغيلي، وذلك بالمقارنة مع المنشأة B.

كقاعدة عامة، كلما انخفضت درجة الرفع التشغيلي كلما انخفض التأثير الذي يحدثه التغير في المبيعات على التغير في صافي ربح العمليات[2].

2. المخاطر المالية Financial risk:

تعرف بأنّها عدم التأكد المحيط بمقدار العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية وذلــك بــسبب أنّ الشركة تستخدم أوراقاً ماليةً ذات التزامات ثابتة في تمويل مشاريعها، فعندما تقوم الشركة ببيــع سندات للحصول على رأس المال، فإنّ مدفوعات الفائدة تسبق توزيع أية أرباح إلى حملة الأسهم العادية، هذه المدفوعات تمثل التزاماً تعاقدياً.

---

[1] Brown, Keith. C, Ibid, p326.

[2] هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المصارف بالإسكندرية، 1997، ص368.

ويوفر استخدام درجة الرفع المالي إمكانية القياس الدقيق للمخاطر المالية وذلك وفق المعادلة الآتية[1]:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\Delta\ EPS}{\Delta\ EBiT}$$

ويمكن تحديد DFL مباشرة بالمعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{EBIT}{EBT}$$

حيث أن:

EPS حصة السهم العادي من الأرباح

EBIT صافي الربح قبل الفوائد والضريبة

EBT صافي الربح قبل الضريبة

يقيس الرفع المالي درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي EPS للتغير الحاصل في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة. وكما في حالة الرفع التشغيلي، فإنّ ارتفاع درجة الرفع المالي يعدّ سلاحاً ذا حدين، بمعنى انه خلال فترة الانتعاش الاقتصادي تعظم الرافعة المالية حصة السهم العادي من الأرباح، أمّا في حالة الانكماش الاقتصادي فإنّ حصة السهم العادي من الأرباح EPS سوف تنخفض بنسبة أكبر من انخفاض صافي الربح قبل الفوائد والضريبة.

ويبين براون[2]إمكانية قياس الخطر المالي وذلك بالاعتماد على ثلاث مجموعات من النسب المالية وهي:

1) نسب المديونية proportion of debt (Balance sheet) Ratio

وتشير إلى جزء رأس مال الشركة الممول عن طريق الديون بالمقارنة مع مصادر رأس المال الأخرى مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة. إنّ زيادة هذه النسب تجعل أرباح الشركة أكثر تقلباً، كما أنها تزيد من احتمال عجز الشركة عن سداد الديون ولذلك، كلما زادت هذه النسب كلما دلّ ذلك على وجود مخاطر مالية أكبر.

من هذه النسب: (الديون طويلة الأجل/ إجمالي حقوق الملكية). حيث أنّ رقم الديون يشمل جميع الالتزامات الثابتة الطويلة الأجل متضمنة السندات القابلة للتحويل.

2) نسب التغطية Earning and cash flow coverage ratio

يهتم المستثمر بهذه النسب، حيث أنها تربط بين الأرباح أو التدفقات النقدية المتاحة والفوائد المطلوبة ودفعات الآجار. يعدّ ارتفاع هذه النسب مؤشراً جيداً على انخفاض المخاطر المالية.

---

[1] تايه النعيمي، عدنان، التحليل والتخطيط المالي، اليازوري، عمان، 2008، ص352.

[2] Browm, Keith. C, Ibid, 2006, p327.

منها: نسبة تغطية الفوائد = الأرباح قبل الضريبة والفوائد / الفوائد المدفوعة

إن كلاً من نسب التغطية ونسب المديونية يمكن أن تعطي أحياناً نتائج مختلفة. بمعنى قد تبين نسب التغطية مثلاً انخفاض المخاطر المالية، بينما تبين نسب المديونية ارتفاع المخاطر، إن حصل هذا الاختلاف فإنّ الأفضلية تكون في اختيار نسب التغطية حيث إنّ العبء المالي الذي يقع على عاتق الشركة من خلال التمويل بالدين لا يعتمد على حجم هذه الديون بالمقارنة مع أصول المنشأة أو حقوق الملكية فيها، بل بمقدرتها على مقابلة المدفوعات النقدية السنوية المطلوبة.[1]

3) النسب التي تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المتاحة وعلاقة هذه التدفقات مع القيمة الدفترية للديون: تعدّ هذه النسب متميزة على اعتبار أنّها تربط بين تدفقات الأرباح بالإضافة إلى النفقات غير النقدية للسهم مع الديون. وتعدّ زيادة هذه النسب مؤشراً على وضع الشركة الجيد وانخفاض المخاطر المالية.

منها: نسبة التدفقات النقدية الناجمة عن الأنشطة التشغيلية/القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل.

العلاقة بين المخاطر المالية و مخاطر الأعمال:

إن قبول مستوى معين من المخاطر المالية المتعلقة بشركة ما يعتمد على مخاطر الأعمال، فإذا كانت مخاطر الأعمال بالنسبة لشركة ما منخفضة (ثبات الأرباح التشغيلية) كما في شركات الأغذية، فإنّ المستثمر سوف يقبل أن تكون الشركة معرضة لمخاطر مالية أعلى.

بالمقابل، إذا كانت الشركة تنتمي لصناعة ذات مخاطر أعمال مرتفعة (تتمتع بتذبذب المبيعات أو أن لها رافعة تشغيلية مرتفعة) مثل صناعة السيارات والفولاذ. فإنّ المستثمر لا يرغب بأن يكون لهذه الشركات أية مخاطر مالية عالية.

و يعدّ الرفع المشترك مؤشراً يستخدم لقياس درجة مخاطر الأعمال و المخاطر المالية معاً و يعبر عنه بالمعادلة الآتية[2]:

درجة الرفع المشترك = الرفع التشغيلي × الرفع المالي .

أو

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \frac{EPS\ \Delta}{s\ \Delta}$$

[1] مرعي، عبد الرحمن، دور سوق الأوراق المالية في تطوير المعلومات المحاسبية في سورية، دراسة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة دمشق، 1998، ص201.

[2] فلوح، صافي، تحليل القوائم المالية، جامعة دمشق، 2008، ص211.

يقيس الرفع المشترك مدى استجابة عائد السهم EPS للتغير الحادث في المبيعات، وتعدّ من المعلومات التي يهتم بها المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري، فإذا كان المستثمر في مرحلة مفاضلة بين أسهم شركتين A، B تعملان في نفس الصناعة و كان الرفع المشترك لكل منهما على التوالي مثلاً 2% ، 3% فإن الاستثمار في المنشأة A يعدّ أكثر ملائمة إذا كان الاقتصاد مقبلاً على فترة كساد (ذلك لأنّ أسعار أسهم المنشأة B تكون عرضةً للانخفاض بمعدل أكبر على اعتبار أنّ انخفاضا في المبيعات بمعدل 1% سوف يترتب عليه انخفاضاً في ربحية السهم بمعدل يساوي 3% مقارنة بربحية المنشأة A (2%))، بينما يكون الاستثمار في أسهم المنشأة B أكثر ملائمةً إذا كان الاقتصاد مقبلاً على فترة رواج.

3. مخاطر السيولة external Market liquidity Risk:

وتتمثل في عدم القدرة على تسييل الورقة المالية وبسعر مناسب. فالمقصود بالسيولة سهولة التسويق أي: إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب جداً من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة، على فرض عدم ورود معلومات جديدة[1].

فالمستثمر الذي يمتلك ورقةً ماليةً تتمتع بصفة السيولة بإمكانه أن يبيع هذه الورقة بسرعة وبتغير طفيف في السعر عن سعر آخر صفقة مبرمة، أما إذا كانت الورقة التي بحوزته لاتتمتع بالسيولة فقد يتمكن من بيع هذه الورقة بسرعة أيضاً، إلا أنّ السعر سوف يكون مختلفاً تماماً من سعر آخر صفقة، أو بشكل بديل، قد يتمكن السمسار من أن يبيع الورقة بسعر معين، ولكن قد يحتاج إلى عدة أيام للقيام بذلك.

ومن أكثر محددات السيولة:

- عدد الصفقات وقيمتها: كلما زاد نشاط التداول دلّ ذلك على احتمال أكبر من ان يجد المستثمر شخصاً آخر ليمثل الطرف الآخر من الصفقة، ويعتبر معدلُ دوران التداول trading turnover من أكثر المقاييس المستخدمة المشيرة إلى نشاط التداول وتساوي نسبة حجم أو قيمة الأوراق المالية المتداولة (أسهم، سندات، ...) والمتاجر بها خلال فترة زمنية معينة إلى إجمالي الأوراق المالية المتداولة[2]. يقارنُ مع متوسط معدل مؤشر السوق.

---

[1] هندي، منير إبراهيم ، مرجع سابق، 1997، ص335.

[2] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p416.

- هامش سعر الشراء والبيع Bid-Ask Spread: ويقصد به هامش الربح الذي يحققه صانع السوق ويساوي الفرق بين السعر الذي يشتري به الورقة والسعر الذي يبيعها به [1] وفي دراسة قدمها أميهود ومندلسون [2] كشفتْ وجود علاقة عكسية بين سيولة الورقة المالية وهامش الربح، فكلما ارتفعت مخاطر تسويق الورقة المالية بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، أي كلما انخفضت سيولتها ارتفع الهامش الذي يطلبه صانع السوق لتعويضه عن تلك المخاطر وهو ما يترتب عليه انخفاض قيمتها السوقية.

من المعلومات الهامة التي يجب على المستثمر معرفتها عند دراسة مخاطر السيولة المتعلقة بالورقة المالية عدد من المتغيرات الخاصة بالورقة المالية، بالإضافة إلى خصائص السوق الذي يتم فيه تداول هذه الورقة. فهناك علاقة قوية بين عدد حاملي الورقة المالية، القيمة السوقية للحصص المتداولة، عدد الأوراق المتاجر بها، عدد المؤسسات المشترية لهذه الأسهم من جهة، وسيولة الورقة[3]من جهة أخرى. كذلك فإنّ عمق السوق واتساعه يؤثران على سيولة الورقة المالية، حيث يقصد بعمق السوق لورقة مالية ما استمرارية أوامر الشراء والبيع على تلك الورقة، ونتيجة لهذا التعامل النشط فإن أي خلل في التوازن بين الكميات المطلوبة أو المعروضة عادة ما ينجم عنه تغير طفيف في السعر وهذا يعني ضآلة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت. أما اتساع السوق الذي يعني وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء، يحقق استقراراً نسبياً في سعر الورقة وهذا بالتالي يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، ويضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار. بالإضافة إلى قبول صانع السوق لهامش ربح صغير على أمل أن يعوض ذلك بارتفاع معدل دوران الورقة المالية.

4. مخاطر الإدارة:

من الممكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة إلى اختلاف معدل العائد الفعلي عن المتوقع على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي على سبيل المثال شركة جنرال موتورز يعتبرها الكثيرون شركة ذات إدارة ممتازة، إلا أنها كانت غير متوقعة في تعاملها مع موقف معين وهو التعامل مع حركة المستهلكين التي تزعمها رالف نادر، حيث أضاعت هذه الإدارة على الشركة مبيعات وأرباح وشهرة محل وأسعار الأسهم (بالإضافة إلى المبلغ الضخم

---

[1] هندي، منير إبراهيم، مرجع سابق، 1997، ص530.

[2] Amihud, Y.,and Mendelson, H., Liquidity and Asset Price: Implication Financial Management, 17(spring 1988).

[3] Reilly, Frank k , Ibid, 2006,p544.

الذي اضطرت الشركة لدفعه لرالف نادر) وذلك نتيجة لأخطاء الإدارة في التعامل مع الموقف[1] فهذه المخاطر تتأثر من وجود بعض ظواهر التخلف الإداري أو قصور في بعض وظائف الإدارة نذكر منها ما يلي:

- عدم الالتزام بالقوانين والأنظمة والتعليمات المرعية، منها حالات التهرب الضريبي، التنصل من القيود البيئية ... وبالتالي تترتب التزامات إضافية أو عقوبات مالية.
- إهمال (البحث والتطوير) الذي يجعل نشاطات الشركة أو أجهزتها الإنتاجية أو برامجها التسويقية مهددة بتدهور الكفاءة التنافسية وخاصة بسبب التقدم التكنولوجي.
- الارتباط بعميل معين سواء كان ذلك في شراء المستلزمات أو في تصريف المنتجات أو في التسهيلات الائتمانية مما يجعل المنشأة رهينة لظروف الجهة الرئيسية التي يعتمد عليها.
- تدني قدرة الإدارة في إدارة الأزمات (كأزمات الطاقة واضطرابات العمال) وعدم اتخاذ التدابير المناسبة لمواجهة الأحداث الطارئة (خسارة معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة.....)
- تغليب الإدارة لنوازعها الذاتية على مصلحة المنشأة. كأن تهدف إلى تضخيم الأرباح (لأن مكافأتها مرتبطة بالأرباح).

ولكي يتم الحكم على الكفاءة الإدارية، يجب أن يتمّ إجراء عملية تقييم لكل فرد يساهم في العملية الإدارية للشركة، وهذه مهمة صعبة لا يستطيع القيام بها إلا المحللون المحترفون والمستشارون الإداريون.

قياس الخطر measuring risk :

من خلال الدراسات التي قام بها الباحث توصل إلى أنّ هناك عدة طرق لقياس الخطر. ويمكن الوصول إلى استنتاجات متعددة عن خطر الاستثمار اعتماداً على الطريقة المعتمدة في القياس، فتحليل الخطر يعتبر من الأمور المعقدة لذلك لابّد من الأخذ بعين الاعتبار النقاط التالية والتي سوف تكون مساعدة في عملية التحليل:

- التباين بين العوائد المتحققة والعوائد المقدرة، أي: استثمار مالي يتولد عنه تدفق نقدي، فخطر الاستثمار مرتبط بتباين العوائد المتحققة عن العوائد المتوقعة، وبشكل خاص إذا كانت العوائد المحققة أقل من المقدرة.
- إن خطر الاستثمار يمكن دراسته بطريقتين:

[1] عبد العال حماد، طارق. دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص276.

أ) قاعدة الخطر المفردٍ Stand-alone basis (حيث يتم تحليل التدفقات النقدية للاستثمار كوحدة قياس)

ب) ضمن سياق المحفظة A portfolio context (حيث يتم تحليل التدفقات النقدية للاستثمار كجزء مكمل لاستثمارات أخرى)

قد تحتوي الورقة المالية على درجة عالية من الخطر فيما إذا تمّ الاستثمار بها بشكل مفرد بينما يصبح الخطر المرتبط بهذه الورقة أقل فيما إذا تمّ استثمارها ضمن سياق المحفظة.

- يمكن أن يقسم الخطر الناجم عن الاستثمار في ورقة مالية ضمن المحفظة إلى عنصرين:

  أ) مخاطر غير نظامية ب) مخاطر نظامية

- لكي يقبل المستثمر على الاستثمار في ورقة مالية تحتوي على درجة عالية من المخاطر النظامية لابدّ أن يعوّض بعائد كبير فالمستثمر بطبيعته لديه حساسية تجاه الخطر، وبالتالي فإنه لن يقدم على استثمار ذي مخاطر أكبر إلاّ إذا تّم التعويض عنها بعائد أكبر.

أولاً: قياس الخطر المفرد measuring stand-alone risk:

إن إجراء المقارنة بين مجموعة من الاستثمارات التي تقدّم للمستثمر طيفاً من العوائد لايعتمد فقط على مقارنة العوائد، وإنّما يحتاج المستثمر إلى توفر قدر من المعلومات المرتبطة بتقلب هذه العوائد. يمكن تحديد هذا التقلب باستخدام مقاييس إحصائية وهي مقياس التباين أو مقياس الانحراف المعياري (فالتباين يساوي مربع الانحراف المعياري، لذلك يمكن معرفة قيمة أي منهما بدلالة الآخر). ومقياس معامل الاختلاف.

- **الانحراف المعياري: Stander deviation**

وهو مقياس إحصائي يشير إلى تقلب قيمة ما حول قيمتها الوسطية، أي: يقيس درجة ابتعاد أو تشتت القيم عن متوسطها[1]. كلما كان هذا الانحراف أصغر كلما دلّ ذلك على انخفاض خطر الورقة المالية ويقاس الانحراف المعياري وفق المعادلة الآتية:[2]

$$Q=\sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_i (r_i - \hat{r})^2}$$

حيث أن:

Q الانحراف المعياري

---

[1] الشعار، نضال ، مرجع سابق، 2002، ص125.

[2] Reilly, Frank k , Ibid, 2006,p15.

r_i العائد المتوقع المرافق للاحتمال p_i

$\hat{r}$ المتوسط الحسابي للعوائد المتوقعة

إنّ المعادلة أعلاه يتمُّ استعمالها في حال وجود بيانات مستقبلية متوقعة، وقد بيّنت الباحثة في الفصل الثاني، المبحث الأول كيفية حساب معدل العائد المتوقع وتقـيم عـدم التأكـد المحـيط بالاستثمار، وذلك بتحديد مقدار العوائد الممكنة والناجمة عن هذا الاستثمار وإعطاء كـلّ عائـد محتمل وزناً يعتمد على احتمال حدوثه.

أما في حالة وجود بيانات تاريخية فيتم حساب الانحراف المعياري وفق المعادلة الآتية[1]

$$Q = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (r_i - \bar{r})^2 \ /(n-1)}$$

حيث أنّ:

r_i العائد التاريخي خلال الفترة

$\bar{r}$ المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية

n عدد المشاهدات أو الملاحظات أو الفترات

إذاً لحساب الانحراف المعياري نحتاج إلى حساب ما يأتي:

1. حساب متوسط العوائد التاريخية $\bar{r}$ أو $\hat{r}$ المتوقعة ثمّ الفرق بين r_i و $\bar{r}$ أو $\hat{r}$ عن كل فترة زمنية
2. إيجاد مجموع مربعات الفرق
3. تقسيم مجموع مربعات الفرق على $n-1$ إذا كانت البيانات تاريخية، وضرب مربع الفرق بين العائد ومتوسط العائد عن كل فترة زمنية مع الاحتمال المناظر إذا كانت البيانات متوقعة.
4. إيجاد الجذر التربيعي لهذا المجموع، وبالتالي الحصول على الانحراف المعياري.

•معامل الاختلاف the coefficient of variation

إن استخدام مقياس التباين أو الانحراف المعياري والاعتماد عليه كمقيـاس وحيـد لخطـر الاستثمار في ورقة مالية ما غير كافٍ، لأنه يمكن أن يوصلنا لنتائج مضللة عند المقارنة بـين بديلين استثماريين أو أكثر غير متشابهين (هناك اختلافات بين متوسطات العوائـد المتوقعـة) لذلك من الضروري استخدام مقياس للخطر يوضح الخطر المرافق لكل وحدة واحدة من العائـد

[1] حنفي، عبد لغفار، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص116.

المتوقع، ولتحقيق ذلك يمكن الاعتماد على معامل الاختلاف الذي يقيس الخطر المرافق لكلِّ استثمار من الاستثمارات المختلفة وفق المعادلة التالية[1]:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{العائد المتوقع}}$$

يستخدم هذا المعامل من قبل المحللين الماليين بشكل واسع لمقارنة الاستثمارات البديلة ذات معدلات العائد والانحراف المعياري المختلفة.

مما تقدم، يتم اتخاذ القرار الاستثماري عند المفاضلة بين الاستثمارات البديلة مع الأخذ بعين الاعتبار كل من العوائد والمخاطر المصاحبة لكل استثمار وفقاً لما يأتي:

1. إذا كان العائد المتوقع لكل من الاستثمار A والاستثمارB متساوياً فهنا نختار الاستثمار الذي لديه انحراف معياري أقل.
2. إذا كان الانحراف المعياري لكل من الاستثمارA والاستثمارB متساوياً، فهنا نختار الاستثمار الذي لديه عائد متوقع أكبر.
3. إذا كان العائد المتوقع والانحراف المعياري لكل من الاستثمارA والاستثمار B غير متساوٍ، فالاستثمار الأفضل بينهما هو الاستثمار الذي لديه معامل اختلاف أقل.

ثانياً: قياس خطر المحفظة:

على اعتبار أنّ معظم الأصول المالية يتمّ الاستثمار بها ضمن محفظة استثمارية، لذلك لابدّ من دراسة خطر الاستثمار في تلك الأصول ضمن إطار المحفظة الاستثمارية، حيث أنّ دراسة خطر الاستثمار في الأصل المفرد تعتبر مفيدة إلا أنها غير كافية للحكم على إمكانية الاستثمار بالأصل أو لا. فالاستثمار ضمن سياق المحفظة قد يمكن المستثمر من الاستثمار في ورقة مالية ما قد تكون خطر الاستثمار بها أو العوائد الآتية منها غير مناسبة بمفردها إلا أنها تحقق ضمن المحفظة أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر. لذلك ترى الباحثة أن من الأهمية بمكان بالإضافة لدراسة الخطر والعائد الآتي من الاستثمار في ورقة مالية بمفردها، دراسة هذه العلاقة ضمن محفظة الأوراق المالية للمستثمر.

عَرفت الباحثة عائد المحفظة في الفصل الثاني، المبحث الأول بأنه عبارة عن متوسط عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة مثقلة بوزن كل ورقة مالية ضمن هذه المحفظة. أما المخاطر المترتبة على المحفظة فلا يمكن حسابها بإيجاد الوسطي المثقل للمخاطر المترتبة على الأوراق المالية المكونة للمحفظة، حيث أن مخاطر المحفظة تكون دائماً أقلّ من الوسطي المثقل.

[1] النعيمي، قاسم محمد، مبادئ الإحصاء، جامعة دمشق، 2004، ص 146.

اشتقّ ماركوتيز عام (1959) الصيغة العامة للانحراف المعياري للمحفظة وفـق المعادلـة التالية[1]:

$$Q_p = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} Q_i^2 w_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} \text{cov}_{ij}\, w_i w_j}$$

أو

$$Q_p = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} Q_i^2 w_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} r_{ij} Q_i Q_j w_i w_j}$$

حيث أنّ Q_p الانحراف المعياري للمحفظة .

W_i^2 مربع الوزن النسبي للورقة المالية i.

Q_i^2 تباين عائد الورقة المالية i .

COV_{ij} التباين المشترك بين معدلات العائد للورقتين الماليتين i، j

R_{ij} معامل الارتباط بين الورقتين i ، j .

ويعرف التباين المشترك (covariance) بأنه مقياس إحصائي يشير إلى درجة تحرك عوائد ورقتين ماليتين معاً بالعلاقة مع متوسطاتهما عبر الزمن .

و يحسب وفق المعادلة الآتية [2]:

$$Cov_{ij} = \sum_{i=1}^{n} p_i (r_i - \hat{r}_i)(r_j - \hat{r}_j)$$

حيث أن:

r_i r_j العائد المتوقع للورقتين i، j المرافق للاحتمال p_i

$\hat{r}_i$ $\hat{r}_j$ المتوسط الحسابي للعوائد المتوقعة للورقتين i، j

p_i الاحتمال المناظر

تشير القيمة الموجبة للتباين المشترك إلى أنّ معدلات العائد المحتملة لكـل مـن الـورقتين الماليتين تتحرك في الاتجاه نفسه بالعلاقة مع متوسطات عوائدها المتوقعة خلال الفترة نفـسها. بالمقابل يدلّ التباين المشترك ذو القيمة السالبة على أنّ معدلات العائد المحتملـة تتحـرك فـي اتجاهين مختلفين بالعلاقة مع متوسطات عوائدها المتوقعة خلال الفترة نفسها.

[1] Brown, Keith. C, Investment Analysis and portfolio management , 8th. ed. , Thomson, U.S.A, 2006, p211.

[2] حنفي، عبد لغفار، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص111.

يمكّن مقياس التباين المشترك المستثمر من معرفة فيما إذا كانت العلاقة بين ورقتين ماليتين موجبة أو سالبة إلا أنه لا يقدم معلومات عن مستوى الارتباط بين هاتين الورقتين، لذلك لابدّ من قياس درجة الارتباط بين عوائد هاتين الورقتين ضمن محفظة الأوراق المالية وذلك من خـــلال المعادلة الآتية:

$$r_{ij} = \frac{\text{cov } ij}{Q_i Q_j}$$

حيث أنّ:

r_{ij} معامل الارتباط .

Q_i الانحراف المعياري للورقة i.

Q_j الانحراف المعياري للورقة j.

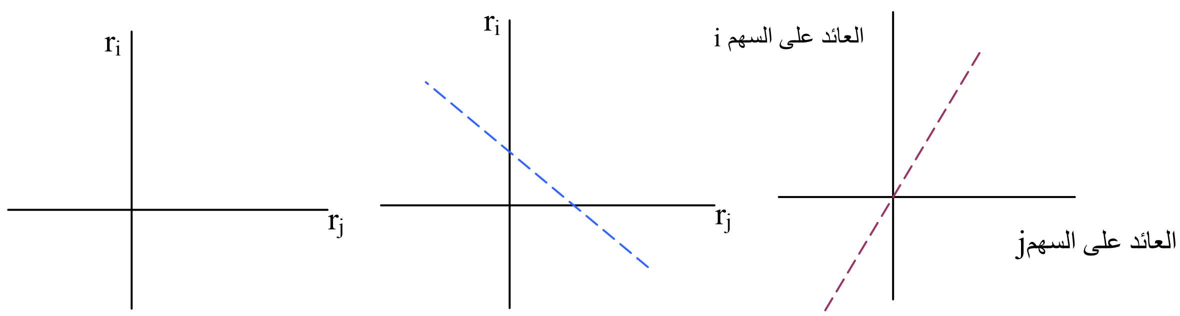
يتراوح معامل الارتباط بين +1 و−1 وتتوقف الإشارة على التباين المـــشترك Covariance بين الورقتين هل هو سالب أم موجب، فإذا كانت:

r_{ij} = 1 = ارتباطاً موجباً تماماً: يعني أنّ العلاقة بين العوائد على الورقتين المـــاليتين هـــي علاقة طردية خطية تامة. وبالتالي فإنّ معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة، يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام.

r_{ij} = −1 = ارتباطاً سالباً تماماً: العلاقة بين العوائد على الورقتين المـــاليتين هـــي علاقـــة عكسية خطية تامة.

r_{ij} = صفر = عدم وجود ارتباط أي لاوجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد، لـــذلك فـــإنّ معرفة اتجاه حركة العائد للورقة المالية i، لاتفيد المستثمر في معرفة اتجاه حركة العائد علـــى السهم j

ويوضح الشكل الآتي هذه الحالات الثلاث:



(ج) عدم وجود ارتباط (ب) ارتباط سالب تماماً (أ) ارتباط موجب تماماً

العوامل المؤثرة على خطر المحفظة:

عند دراسة خطر المحفظة لا بدّ من الانتباه الى العوامل الآتية والتي تؤثر على مخاطر المحفظة المالية:

- **أثر معامل الارتباط على المحفظة الاستثمارية:**

إذا أراد المستثمر تكوين محفظة استثمارية مكونة من ورقتين ماليتين (i) و (j)، وكان معامل الارتباط يساوي الواحد، فإنّ مخاطر المحفظة تساوي المتوسط المرجح لمخاطرة السهمين معاً. وبالتالي يصبح تشكيل المحفظة عديم الجدوى[1]. مخاطرة المحفظة تكون في أعلى مستوى.

أمّا عندما يكون معامل الارتباط مساوياً للصفر، فإنّ بناء محفظة من السهمين معاً، يؤدي إلى تخفيض المخاطرة، ولكنه لايؤدي إلى التخلص من مخاطرة المحفظة بشكل نهائي. مخاطرة المحفظة تقع بين الحد الأعلى والحد الادنى.

أما عندما يكون معامل الارتباط=−1، مخاطرة المحفظة تكون في أدنى مستوى.

- **تأثير الأوزان النسبية للأوراق المالية:**

قد يؤدي تغير الأوزان النسبية للأوراق المالية إلى الحدّ من الآثار الايجابية لتكوين المحفظة القائم على أساس معامل الارتباط والمتمثلة في انخفاض الخطر. فإذا كانت لدينا البيانات التالية عن ورقتين ماليتين:

الورقة	العائد المتوقع	الانحراف المعياري
I	%8	%6
J	%12	%15

على فرض أن معامل الارتباط بين السهمين (+1) أو (−1) فإنّ:

الحالة	الوزن النسبي للسهم في المحفظة		Q_p عندما r_{ij} =+1	Q_p عندما r_{ij} =−1
	I	J		
1	%80	%20	7.8	1.8
2	%20	%80	13.2	12.1

نلاحظ من الجدول السابق ما يأتي:

1. الانحراف المعياري للمحفظة في الحالة الأولى يساوي (7.8%)عندما يكون معامل الارتباط موجباً تماماً، وهو أكبر من الانحراف المعياري للمحفظة (1.8%) عندما يكون معامل الارتباط سالباً تماماً.

[1] مطر، محمد، مرجع سابق، 2005، ص175.

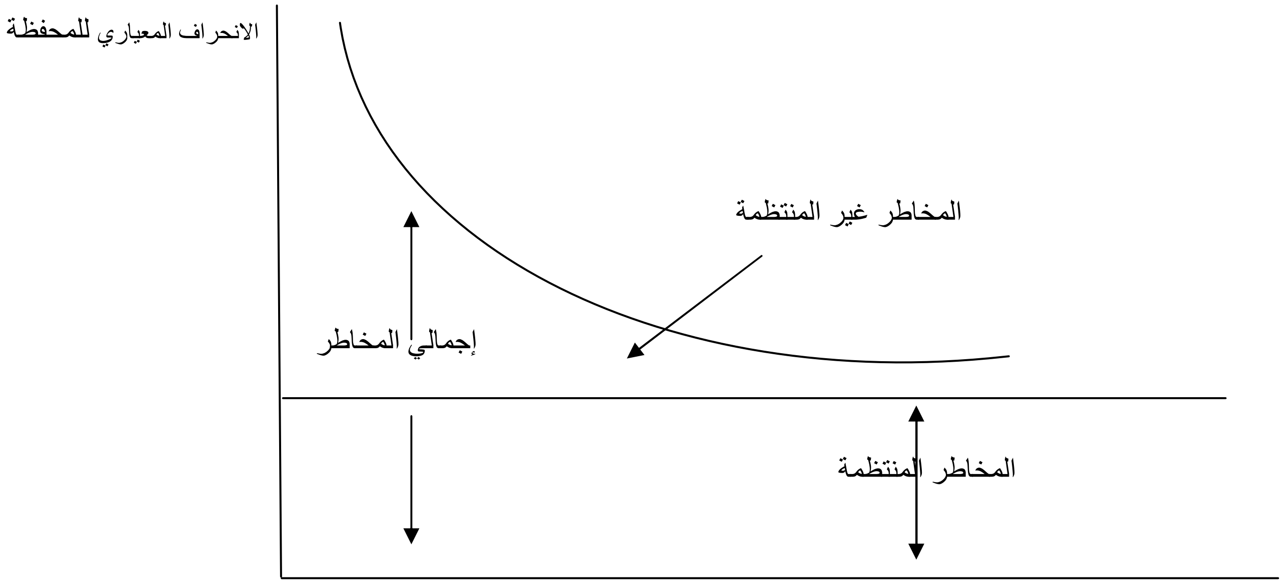
2. أما في الحالة الثانية وعند تغير الأوزان النسبية فإنّ الانحراف المعياري للمحفظة عندما يكون معامل الارتباط سالباً تماماً يساوي (12.1) وهو أكبر من الانحراف المعياري وفق الحالة الأولى، عندما يكون معامل الارتباط موجباً تماماً.

- **التنويع وتخفيض المخاطر غير المنتظمة:**

إن المخاطرة الكلية (التي يعبر عنها بالانحراف المعياري للعائد) هي في جزء كبير منها من المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع وبالتالي فإنّ السبيل الأمثل للتخلص من جزء كبير من المخاطر الكلية هو اللجوء إلى تنويع الاستثمارات الداخلة في تكوين المحفظة الاستثمارية. أما الجزء الذي لا يمكن التخلص منه عن طريق التنويع فيسمى بالمخاطرة المنتظمة.

إذاً الهدف من التنويع هو تخفيض الانحراف المعياري للمحفظة. وهذا يفترض وجود علاقة ارتباط غير تامة بين الأوراق المالية المشكلة للمحفظة. نظرياً، كلما قام المستثمر بإضافة ورقة جديدة، فإنّ متوسط التباين المشترك للمحفظة سوف ينخفض، والسؤال هنا كم عدد الأوراق الواجب إضافتها للوصول إلى التنويع المثالي؟

أجريت عدة دراسات تتعلق بحجم المحفظة وتأثير ذلك على انحرافها المعياري، منها دراسة Evans and Archer عام (1968)[1] و Tole عام (1982)[2]، حيث أوضحت هذه الدراسات أن المنفعة العظمى الناجمة عن التنويع ظهرت في المحافظ المكونة من 12-18 سهم.



الرسم2 /2 أثر التنويع على الانحراف المعياري للمحفظة

[1] Evans, John, 1968., Diversification and the Reduction of Dispersion :An Empirical Analyze., Journal of Finance 23. no5 (December):761-767.

[2] Ton, Thomas, 1982, You Can' t Diversify Without Diversifying, Journal of Portfolio Management 8,no2(winter): 5-11.

نلاحظ من الرسم أعلاه أنّه قد تم تقسيم المخاطر الإجمالية إلى جزأين (مخاطر منتظمة أو مفردة، مخاطر غير منتظمة). فإذا كان المستثمر يمتلك ورقة مالية واحدة (أسهم شركة × ...) فإنّ المخاطر المفردة تعتبر مهمة جداً، ولكن إذا قام باستثمار أمواله في محفظة مكونة من 15 سهماً أو أكثر، فإنّ التنويع يقوم بدوره ويخفض من المخاطر إلا أنه لا يتخلص منها بشكل نهائّي، إذ تبقى المخاطر المنتظمة التي تؤثر على جميع الأوراق المالية.

بناءً على ما سبق فإنه لكي يتمكن المستثمر من حساب الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من (ن) ورقة مالية عليه أن يقوم:

1- بحساب العائد المتوقع والانحراف المعياري لكلّ ورقة مالية موجودة في المحفظة.

2- تقدير قيم وعدد التباينات المشتركة بين الأوراق المالية وفق المعادلات الآتية:

عدد التباينات المشتركة = (ن^2 – ن)/2 [1]

أو بحساب معامل الارتباط

$$r_{ij} = b_i b_j \frac{Q_m^2}{Q_i Q_J}$$

حيث أن[2]:

$b_i b_j$ معامل بيتا لكل من الورقة i والورقة j

Q^2_m تباين العوائد لإجمالي أسهم السوق

r_{ij} معامل الارتباط

3- إذا رغب المستثمر بإضافة ورقة مالية جديدة إلى محفظته، فإن عليه مراعاة تأثير كل من: تباين الأصل المضاف، والتباين المشترك بين عوائد هذا الأصل وعوائد كل أصل موجود في المحفظة.

ثالثاً: قياس مخاطرة الورقة المالية في إطار المحفظة

إن المخاطرة المنتظمة للورقة المالية الواحدة هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي لا يمكن التخلص منه بإضافة هذه الورقة المالية إلى أوراق مالية أخرى وتشكيل محفظة استثمارية منوعة بشكل جيد، لذلك فإنّ المستثمر يحتاج إلى إيجاد طريقة لإعطاء هذه المخاطرة طابعاً كمياً، وإرجاع المخاطرة المنتظمة لكامل المحفظة إلى مكوناتها من الأوراق المالية.

يتم قياس هذه المخاطر عن طريق معامل بيتا حيث يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM أنه ولدى التنويع في المحافظ الاستثمارية فإن بيتا تعبر عن حجم الخطر

[1] حنفي، عبد لغفار، مرجع سابق، 2005، ص127.

[2] Reilly, Frank . k , Ibid, 2006, p220.

الذي يساهم به السهم في محفظة السوق وتقاس بالتباين المشترك مابين عائد الأصل وعائد السوق مقسوماً على تباين عائد السوق، ويعبر عنه وفق المعادلة الآتية[1]:

$$b_i = \frac{\mathrm{cov}_{im}}{Q_m{}^2}$$

أو

$$b_i = \frac{Q_i}{Q_m} \; r_{im}$$

حيث أنّ:

Q_i الانحراف المعياري للورقة i

Q_m الانحراف المعياري لمحفظة السوق

r_{im} معامل الارتباط بين عوائد الورقة i وعوائد السوق.

COV_{im} التباين المشترك بين عوائد الورقة i وعوائد السوق

تبين المعادلة المذكورة أعلاه أنّ السهم ذا الانحراف المعياري المرتفع يسبب ارتفاع معامل بيتا وكذلك السهم الذي لديه علاقة ارتباط قوية مع عوائد السوق.

وهناك طريقة أخرى لحساب بيتا يمكن اشتقاقها من نموذج الانحدار، والذي يشار إليه بخط السمة Characteristic line وفقاً لما يأتي[2]:

$$R_{i,t} = a_i + B_i \, R_{m,t} + e$$

حيت أنّ:

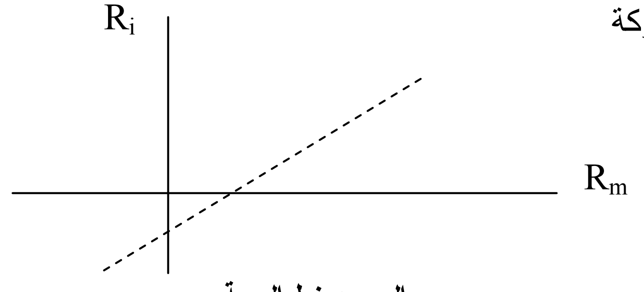
$R_{i,t}$ معدل عائد الورقة i خلال الفترة t

$R_{m,t}$ معدل عائد محفظة السوق M خلال الفترة t

a_i ثابت الانحدار ويساوي $\overline{R}_m B_i - \overline{R}_i$

B_i المخاطر المنتظمة (بيتا) للأصل i

e خطأ عشوائي له قيمة متوسطة تساوي الصفر وتمثل الأثر النهائي للظروف غير المتوقعة الخاصة بالشركة



الرسم: خط السمة

---

[1] F.Fama, Eugene, The Capital Asset Pricing Model:Theory and Evidance, Journal of Economic Perspectives ,VOL 18, No 3, 2004..

[2] الشعار، نضال، مرجع سابق، 2002، ص150.

فمعامل بيتا يبين الطريقة التي تتحرك فيها عوائد الورقة مع التغير في عوائد السوق. أما معامل بيتا لمحفظة السوق يساوي الواحد وذلك على اعتبار أنّ التباين المشترك للمتغير مع ذاته يساوي تباينه.

بناء على ما سبق يمكن ملاحظة ما يأتي:

1. تقاس المخاطر المنتظمة للورقة المالية بمعامل بيتا، فإذا كان للورقة المالية:

بيتا تساوي الواحد فهذا يعني أن معدل تغير العائد المتوقع للورقة المالية سيكون معدل التغير الحاصل نفسه في العائد السوقي بشكل عام، بمعنى إذا ما وقع حدث اقتصادي معين كان ذا تأثير موجب على العوائد المحققة من أدوات الاستثمار المتداولة في السوق فأدى إلى زيادة في متوسط هذه العوائد بنسبة (20%)، فإنّ ذلك الحدث سيؤثر المقدار نفسه على عائد تلك الورقة، وبالعكس فيما لو كان ذلك الحدث ذا تأثير سلبي على السوق فأدى إلى انخفاض معدل العائد السوقي بنسبة (20%)، فسيؤدي إلى تخفيض عائد السهم بالنسبة نفسها.

ولكن لو كان معامل بيتا الورقة يساوي (2) فإنّ تأثير الحدث الاقتصادي على عائده سيكون مضاعفاً، أي بمعدل (40%) بالزيادة أو النقصان، وعندها يقال عن تلك الورقة المالية بأنّ مخاطرتها السوقية مرتفعة نسبياً، وأما إذا كان معامل بيتا للسهم يساوي (2/1) مثلاً، فإن تأثير الحدث على العائد سيكون في حدود 10% ويقال بأنّ الورقة ذات مخاطرة سوقية منخفضة نسبياً.

2. إنّ مخاطرة المحفظة النظامية تكون مساوية إلى المعدل الموزون لمجموع معاملات بيتا لكل ورقة مالية من مكونات المحفظة، و ذلك وفق المعادلة الآتية[1]:

$$B_p = \sum_{i=1}^{n} (w_i)(b_i)$$

حيث أن:

w_i وزن الورقة المالية i ضمن المحفظة

b_i بيتا الورقة i

n عدد الأوراق المالية

ويستفيد مدراء المحافظ الاستثمارية من معامل بيتا في التحكم بمخاطرة المحافظ التي يديرونها، إذ يستخدم مؤشراً مفيداً سواء في عملية بناء المحفظة أو في عملية إحلال الأصول المكونة منها. ففي الأحوال التي تظهر لديهم مؤشرات تنبئ عن انتعاش محتمل في السوق

---

[1] عيسى حمدان العبد اللات، مها، أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم، دراسة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الجامعة الأردنية، 1995.

المالية فإنهم يعمدون إلى إحلال أصول استثمارية ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً أو ذات معامل بيتا مرتفع محل أصول ذات معامل بيتا منخفض وذلك طلباً لزيادة العائد المتوقع على الاستثمار في المحفظة، والعكس يحدث في حال وجود معلومات تشير إلى انكماش في السوق وتوقع هبوط عام في العائد السوقي للأوراق المالية عندما يحاول مدراء المحافظ استبدال الأصول ذات معامل بيتا المرتفع بأصل آخر ذي معامل بيتا منخفض وذلك لتخفيض خسارته المحتملة إلى حدها الأدنى.

العوامل المؤثرة على قيمة بيتا:

1. تأثير الفواصل الزمنية: لا يوجد تحديد نظري دقيق للفواصل الزمنية المستخدمة في حساب بيتا، فمثلاً تقوم **Value line investment services** الأمريكية على حساب بيتا الشركات اعتماداً على معدل العائد الأسبوعي، وذلك لأحدث خمس سنوات أي بما يعادل (260 مشاهدة). وقد قام Statman عام 1981 [1] بفحص الاختلاف الناجم في حساب بيتا في كل من **Merril Lynch, Value line** وقد تبين أنّ السبب في هذا الاختلاف يعود إلى فواصل العائد المستخدمة (العوائد الأسبوعية مقابل العوائد الشهرية).
2. تأثير مؤشر السوق الذي يقع عليه الاختيار: يعدّ مؤشر السوق المستخدم كممثل عن محفظة السوق ذا أهمية كبيرة في حساب بيتا، إذ أنه يؤثر بشكل كبير على قيمة بيتا، نظرياً، يجب أن يحتوي المؤشر عوائد جميع الأسهم، السندات، العقارات، رأس المال البشري.

إذاً على المستثمر عند تقدير قيمة بيتا الأخذ بعين الاعتبار النقاط الآتية:

- تحقيق التوازن بين الفترة الزمنية التي يجري ضمنها احتساب العوائد (سنة، سنتين....) وبين الفواصل الزمنية المستخدمة (عدد المشاهدات) حيث أنّه إحصائياً كلما زادت عدد المشاهدات (كلما زادت عدد السنوات) كلما زادت الثقة الإحصائية، إلا أنّه بالمقابل يجب أن تكون بيانات الفترة الزمنية التي يجري ضمنها احتساب العوائد حديثة ومنطقية.
- كلما كان المؤشر المستخدم في حساب بيتا أوسع، كلّما كانت قيمة بيتا أكثر دقة.

[1] Statman, Meri, 1981, 'Betas compared, Merrill Lynch vs. value line' Journal of portfolio Management 7,no.2,p41-44.

المبحث الثالث

العلاقة بين العائد والخطر

بعد أن قامت الباحثة بتوضيح المقصود بكل من العائد وأنواعه وطرق قياسه والمقصود بالخطر ومصادره وأنواعه وطرق قياسه ترى الباحثة ضرورة تبيان العلاقة أو أثر كلٍّ منهما على الآخر عند اتخاذ قرار الاستثمار سواء تعلق الأمر بالاستثمار في ورقة مالية بذاتها أو الاستثمار بتلك الورقة ضمن أوراق مالية أخرى في محفظة الاستثمار.

وقد تبين للباحثة من خلال المبحثين السابقين أنّ المخاطر المرتبطة بمحفظة منوعة جيدا والتي يمكن أخذها بعين الاعتبار هي المخاطر النظامية والتي تقاس من خلال معامل بيتا، أما المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالمخاطر الآتية من المنشأة بذاتها والتي تختلف من منشاة لأخرى، يتم التخلص منها من خلال إضافة تشكيلة جديدة لمحفظة الاستثمار وبالتالي تقليل الآثار السلبية الآتية من منشأة دون أخرى.

أما العوائد التي يمكن أخذها بعين الاعتبار يمكن أن تكون عوائد ثابتة كتلك التي تأتي من الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والتي ترتبط معظم مخاطرها بتغير أسعار الفائدة والملاءة المالية للمنشأة صاحبة الورقة المالية. والعوائد غير الثابتة والتي يمكن أن يرتبط تحققها أو عدم تحققها بتوفر حدث ما أو عدم توفره كمخاطر الأعمال والمخاطر المالية، ومخاطر السيوله، مخاطر سعر الصرف، والمخاطر السياسية .

بناءً على ما سبق سيتم في هذا المبحث عرض النظريات القيادية التي تربط بين العائد والخطر ، وكيف يتم استخدام هذه النظريات لتقدير العائد المطلوب من قبل المستثمر على أدوات الاستثمار المختلفة حيث سيتمُّ البدء بنظرية المحفظة ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية capital assets pricing model ثم سيتمُّ عرض نظرية الاربتراج (المراجحة) أو النماذج المتعددة multifactor models.

أولاً : نظرية ماركوتيز للمحفظة الاستثمارية markowitz portfolio theory

نشر هاري ماركوتيز في العام 1952 بحثاً تضمن المبادىء الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية واقترح صيغاً لتحديد المعدل المتوقع لعائد المحفظة ولقياس المخاطر المتوقعة أيضاً. واعتمد h.markowitz على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة وذلك في ظل فرضيات مقبولة واستخراج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العائد والمخاطر.

وقد اعتمد h.markowitz في بناء نموذجه على الفرضيات الأساسية الآتية[1]:

- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية .
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة .
- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند المستوى نفسه من المخاطر أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند المستوى نفسه من العوائد.
- يعظم المستثمرون المنفعة لفترة واحدة علما أن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة .
- يستند المستثمرون في قراراتهم بشكل جوهري على ما يتوقعونه من علاقات العوائد بالمخاطر، وتكون منحنيات منافعهم الاستثمارية دالةً للعوائد المتوقعة من جانب والانحراف المعياري المتوقع لهذه العوائد فقط .

ولقد حدد h.markowitz العائد المتوقع للمحفظة وفق المعادلة الآتية:

$$r_p = \sum_{i=1}^{n} (w_i)(r_i)$$

أما الانحراف المعياري للمحفظة فقد حدده وفق المعادلة الآتية:

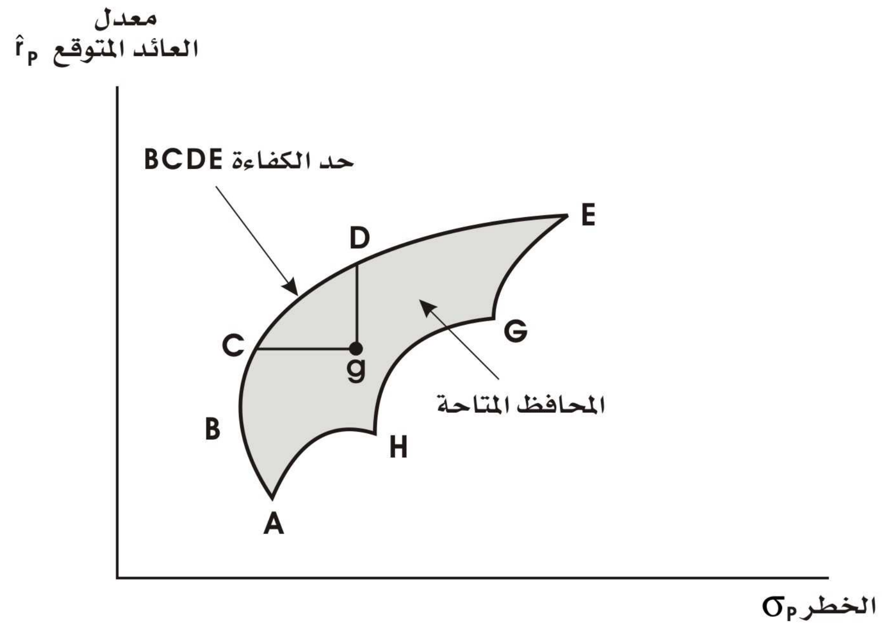
$$\mathrm{Q_p} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} Q_i^2 w_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} \mathrm{cov}_{ij}\, w_i w_j}$$

وبيّن أنّ الانحراف المعياري للمحفظة ليس دالة فقط على الانحراف المعياري للأدوات الاستثمارية الموجودة ضمن المحفظة وإنما أيضا هو دالة للتباين المشترك بين معدلات العائد لكل ورقتين ماليتين في هذه المحفظة، إذاً يعتبر التباين المشترك أو معامل الارتباط عنصراً أساسياً يؤخذ بعين الاعتبار عند اختيار الورقة المالية.

[1] [1] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p202.

- **اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى:**

إذا فرضنا وجود عدد N من الاستثمارات، فذلك يعني أنّه يمكن تكوين عدد لا نهـائي مـن المحافظ الاستثمارية، لكلّ منها عائد متوقع وخطر معين كما في الشكل الآتي[1]



الرسم 3/2: المحافظ المحتملة وحد الكفاءة

تمثل المنطقة المظللة جميع المحافظ المحتملة والممكن تشكيلها، ولكن أيّ من هذه المحـــافظ يجب اختيارها؟

ذلك يتضمن اتخاذ قرارين:

أ- تحديد مجموعة المحافظ الكفء(تحديد حد الكفاءة).

ب- اختيار المحفظة المثلى من ضمن مجموعة المحافظ الكفء والتي تحقق مصلحة المستثمر بأقصى درجة.

أ- حد الكفاءة: the efficient frontier

يعرف المنحى BCDE في الرسم البياني رقم (3/2) على أنّه منحنى الكفاءة أي إنّه يمثـل مجموعة المحافظ التي تعظّم معدل العائد مقابل مستوى معين مـن المخـاطرة أو التـي تقلـل المخاطرة مقابل مستوى معين من العائد[2].

---

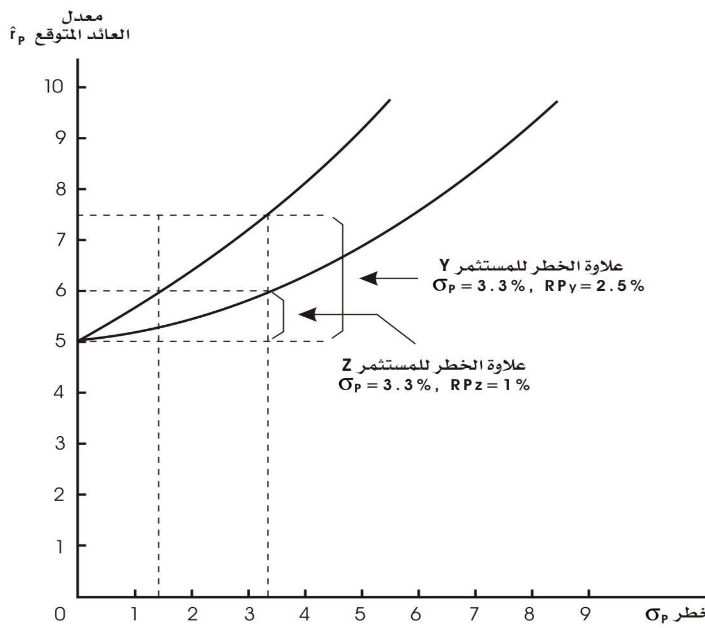
[1] Myers, Stewart .C, Principles of corporate finance, 6th. ed, Stewart c. Myers, Mc Graw – hill, Irwin,U.S.A., 2000, p192.

[2] الحناوي، محمد صالح، مرجع سابق، 2006، ص277.

إنّ المحافظ التي تقع على يسار حدّ الكفاءة هي محافظ ليست متاحة عملياً بالنسبة للمستثمر، بينما المحافظ التي تقع على يمين حد الكفاءة هي محافظ غير كفؤ لأنّ هناك محافظ أخرى توفر إمّا عائداً أعلى لدرجة الخطر نفسها أو مخاطر أقل لدرجة العائد نفسها. فاعتماداً علـــى الرســـم البياني يمكن القول: إنّ المحفظة C هي أفضل من المحفظة g وذلك لأنّ كلا المحفظتين لـــديهما العائد نفسه إلاّ أن المحفظة C أقلُّ خطراً، كذلك الأمر عند المقارنة بين المحفظة g والمحفظة D حيث أنّ المحفظة D أفضل، وذلك لأنّ كلا المحفظتين لديهما الخطر نفسه إلاّ أنّ المحفظة D تحقق عائداً أكبر من المحفظة g.

ب- العائد/ الخطر ومنحنيات السواء:

بعد معرفة مجموعة المحافظ الكفء، فإنّه لتحديد المحفظة المثلى والتي تحقق مصلحة المـــستثمر لا بدّ من معرفة اتجاه المستثمر تجاه الخطر أي دالة المقايضة بين العائد والخطر، و تستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء indifference curves والتي تظهر في الشكل التالي[1]:



الرسم رقم(4/2): منحنيات السواء للخطر والعائد المتوقع

يمثل المنحنيان Y,Z في الرسم رقم (4/2) منحنيا السواء لكلٍّ مـــن المـــستثمرy,z، نلاحـــظ أنّ المستثمرy يطلب عائداً متوقعاً عن الزيادة في الخطر أعلى من تلك التي يطلبها المستثمرz وهذا يعني أنّ المستثمرy يعتبر أكثر تشدداً من ناحية قبوله للخطر، أي: أنّ علاوة الخطر التي يطلبها أعلى.

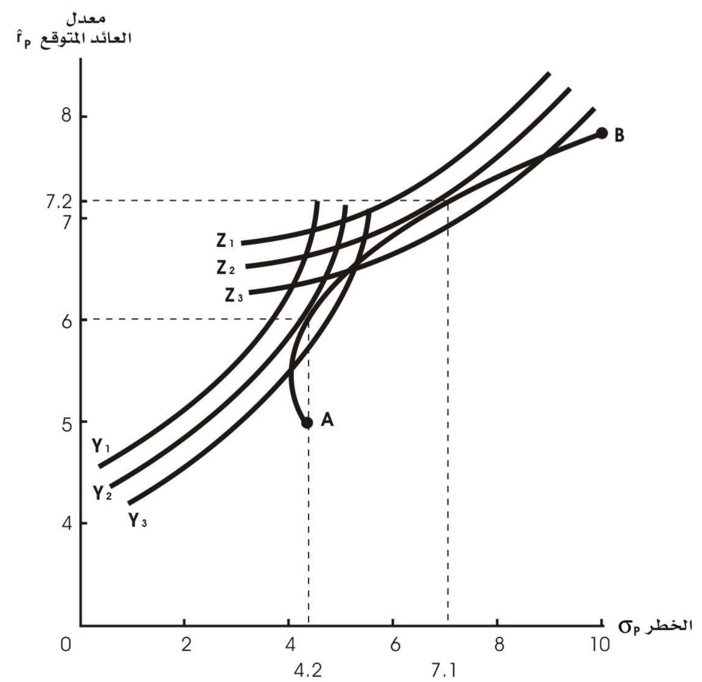
[1] المرجع السابق.

عموماً، كلما زاد انحدار منحنى السواء لمستثمر ما، كلما اعتبر أكثر تشدداً من ناحية قبولـه للخطر.كما أنّ لكل مستثمر "خريطة" لمنحنيات السواء، تمثل المقايضات بين العائـد والخطـر لمستويات مختلفة من المنفعة(الرضا).

ويوضح الرسم رقم (5/2) خرائط السواء لكلّ من المستثمر y,z. إذ تعبر المنحنيات الأعلى عن مستوى أعلى من المنفعة، لذلك فإنّ المنحنى 1Z أفضل من المنحنى Z 2 ، وذلك لأنه عنـد أيّ مستوى من الخطر فإنّ المستثمر يحقق عائداً متوقعاً أعلى وبالتالي منفعة أعلى. على كـلٍّ يمكن رسم عدد لا نهائي من منحنيات السواء لأي مستثمر، مع العلم أنّ لكل مـستثمر منحنـى سواء.

ج- المحفظة المثالية للمستثمر:

يظهر أيضاً الرسم رقم(5/2) المحفظة المثلى لكلّ من المستثمر y,z والتي تحددت عند نقطة التماس point of tangency لمنحنيات السواء 2Z و2y مع حدّ الكفاءة، إذاً المحفظة المثلى هـي المحفظة الكفء التي تقدم أعلى منفعة لمستثمر معين، وتتحدد عند نقطة التماس لأحد منحنيـات سواء المستثمر مع حدّ الكفاءة[1].



رسم رقم (5/2) اختيار المحفظة المثلى لأصول خطرة وذلك بتقاطع منحنيات السواء مع حد الكفاءة

[1] Reilly, Frank . k , Ibid, 2006, p238.

- نلاحظ أنّ المستثمر Y الذي لديه حساسية أكبر تجاه الخطر اختار محفظة ذات عائد ومخاطر أقلّ من المحفظة التي اختارها المستثمر Z بمعنى أنّ محفظة المستثمر Yمثقلة بأوراق مالية ذات مخاطر أقل من محفظة المستثمرZ .
- إنّ اختيار المحفظة المثلى هنا تمّ على فرض أنّ مجال خيار المستثمر لبناء محفظة مثلى. كان محصوراً في أدوات الاستثمار الخطرة فقط.

ثانياً: نظرية تسعير الأصول الرأسمالية capital assets pricing theory

بُنيت هذه النظرية اعتماداً على نظرية المحفظة، حيث قامت بتوسيع نظرية المحفظة، وتطوير نموذج لتسعير جميع الأصول الخطرة. يعطي هذا النموذج للمستثمرين القدرة على تحديد معدل العائد لأي اصل خطر.

تمّ وضع الشكل التقليدي لهذا النموذج من قبل مجموعة من الاقتصاديين وهم (وليام شارب، جون لينتز، جاك ترينور) في منتصف الستينات من القرن العشرين وهو يتألف من مجموعة من الافتراضات[1] :

- يفضل جميع المستثمرين تحقيق عائد مرتفع وانحراف معياري منخفض، إنّ المحافظ التي تحقق أعلى عائد متوقع مقابل مستوى معين من الخطر هي المحافظ التي تقع على حد الكفاءة.
- يمكن لجميع المستثمرين اقتراض أو إقراض الأموال بمعدل عائد يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة **risk free**.
- جميع المستثمرين لديهم توقعات متجانسة، بمعنى أنّ التوزيعات الاحتمالية لمعدلات العائد المستقبلة لدى كل المستثمرين هي توزيعات متطابقة.
- يضع المستثمرون خططهم الاستثمارية لفترة الحيازة نفسها (شهر واحد، ستة اشهر، أو سنة).
- هناك عدد كبير من المستثمرين وبالتالي ليس بمقدور أيّ مستثمر أن يؤثر بمفرده على سعر الأصل من خلال قراراته بالبيع والشراء، بمعنى آخر فإنّ على كلّ مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها شيء مسلم به.
- لا وجود لتكاليف الصفقات التي قد يتحملها المستثمر في معرض قيامه بعملية التداول، كما أن المستثمر لا يتحمل الضرائب .

[1] شعار، نضال، مرجع سابق، 2002، ص137.

- لا وجود للتضخم أو أي تغيير في معدلات الفائدة، أو أنّ التضخم متوقع تماماً في الاقتصاد الذي تتمُّ فيه عمليات الاستثمار أو التداول.
- إن أسواق رأس المال في حالة التوازن **equilibrium**

إن العامل الرئيسي الذي سمح بتطوير نظرية المحفظة إلى نظرية تسعير الأصول الرأسمالية هو مفهوم الأصل الخالي من الخطر[1]. حيث أظهرت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية تأثير هذا الأصل على مقاييس العائد والخطر وذلك عندما يتمّ جمعه مع محفظة تقع على حد كفاءة ماركويتز.

فالأصل الخطر عبارة عن الأصل الذي تكون عوائده المستقبلية غير مؤكدة، ويتم قياس عدم التأكد عن طريق الانحراف المعياري أو التباين لهذه العوائد المتوقعة، أما الأصل الخالي من الخطر فإنّ انحرافه المعياري يساوي الصفر وذلك على اعتبار أن العوائد المتوقعة مؤكدة.

إذا تمّ الجمع بين الأصل الخالي من الخطر ومحفظة ذات أصول خطرة فإنّ العائد على المحفظة الجديدة تساوي الوزن المرجح لكل من الأصل الخطر والأصل غير الخطر أما الانحراف المعياري لهذه المحفظة فيساوي نسبة خطية linear proportion للانحراف المعياري للمحفظة ذات الأصول الخطرة[2].

$$Q_P = \sqrt{(1-W_{RF})^2 Q_i^2}$$

$$= \left((1-W_{RF}\right)Q_I$$

حيث أنّ:

Q_P الانحراف المعياري للمحفظة ذات الأصول الخطرة وغير الخطرة

W_{RF} الوزن النسبي للأصل الخالي من الخطر

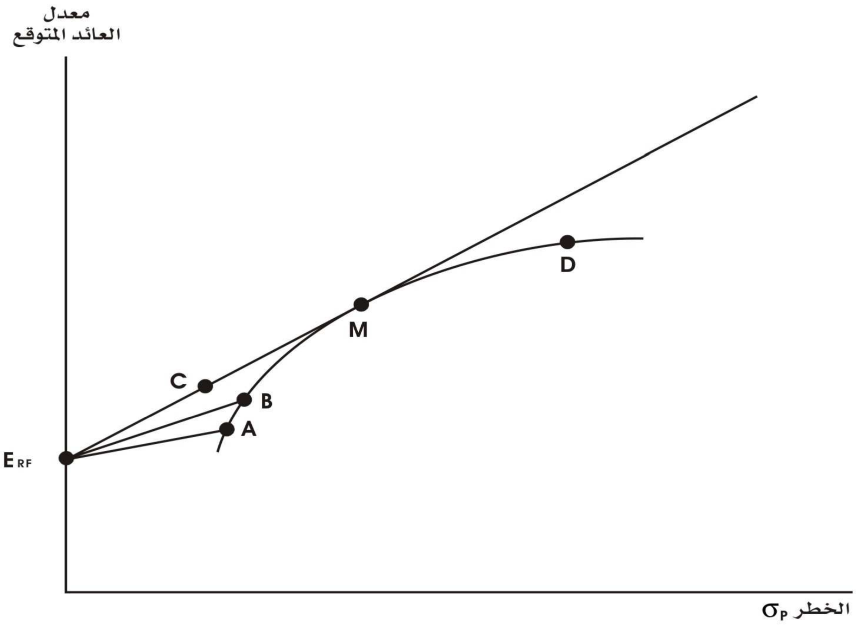
Q_i الانحراف المعياري للمحفظة ذات الأصول الخطرة

---

1 Reilly, Frank k , Ibid, 2006,p232.

2 F.Fama, Eugene , R.French, Kenneth, The Capital Asset Pricing Model:Theory and Evidance, Journal of Economic Perspectives VOL 18, No 3, 2004.

فيما يلي رسم بياني يوضح جميع المحافظ الممكن تشكيلها من أصل خالي من الخطر ومحفظة ما تقع على حد الكفاءة[1]:



الرسم رقم (6/2): المحافظ المتاحة من أصل خطر ومحفظة تقع على حد الكفاءة

إنّ هذه المجموعات الجديدة من المحافظ والواقعة على الخط $E_{(RF)}$ – A تعدّ أفضل من جميع المحافظ الواقعة على منحنى حد الكفاءة الأصلي والتي هي أسفل النقطة A. وذلك لأنّ بعض المحافظ الواقعة على الخط $E_{(RF)}$ – A لديها التباين نفسه مع عائدٍ أعلى من المحافظ الواقعة على حد الكفاءة الأصلي. كذلك يمكن الوصول إلى نقطة على الخط $E_{(RF)}$ – B وذلك باستثمار جزء من الأموال في الأصل غير الخطر والجزء الباقي في المحفظة B الخطرة، أيضاً هذه المجموعات من المحافظ الواقعة على الخط $E_{(RF)}$ – B تعتبر أفضل من جميع المحافظ الممكنة الواقعة على حد الكفاءة الأصلي والتي تقع أسفل النقطة B وبما فيها الخط $E_{(RF)}$ – A.

يمكن رسم خطوط أكثر من النقطة $E_{(RF)}$ إلى حدّ الكفاءة الأصلي إلى أن يتم الوصول إلى النقطة (M)، والتي تمثل نقطة التماس. يعتبر مجموع المحافظ الممكنة على الخط $E_{(RF)}$ – M أفضل من المحافظ الواقعة على حد الكفاءة الأصلي، إذ أنها تمثل أفضل المحافظ التي تعبر عن الخطر والعائد[2].

---

1 Myers, Stewart .C, Ibid, 2000, p193.

2 صالح الحناوي، محمد، مرجع سابق، 2006، ص302.

بناء على ما سبق، نجد أنّ جميع المستثمرين سيرغبون بالاحتفاظ بمحافظ تقع على الخط $E_{(RF)} - M$ وهذا يعني احتفاظهم بالمحافظ الكفء التي تمثل مجموعات خطية مكونة من الأصل الخالي من الخطر بالإضافة إلى محفظة الأصول الخطرة M (محفظة السوق)[1] وبشكل عام فإنّ المستثمر الذي يتمكن من الجمع بين الاستثمار الخالي من الخطر وجزء من المحفظة M ستتوفر لديه فرصة الانتقال إلى نقطة مثل C، كما أنّه إذا تمكن من الاقتراض بسعر خال من الخطر، فإنه سوف يتمكن من التحرك خارج الخط $E_{(RF)} - M$ للوصول إلى محافظ مثل المحفظة D التي تحقق معدل عائد متوقع أعلى من العائد المتاح عند النقطة M مع التعرض لمخاطر أكبر.

إذاً خطُّ الكفاءة الجديد هو عبارة عن الخط الممتد من $E_{(RF)} - M$، ويعبر عنه بأنّه خط سوق رأس المال Capital Market line.

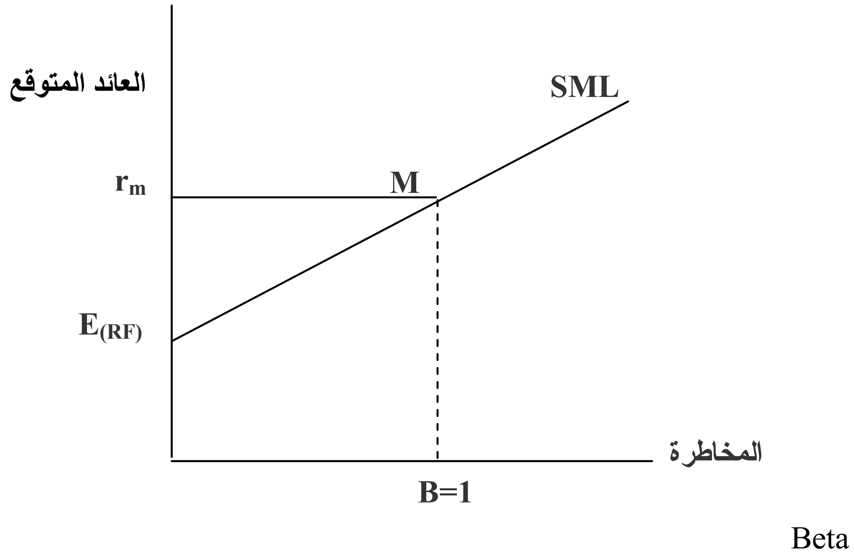
يمثل خط سوق رأس المال العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة لجميع المحافظ الكفء سواء كانت تحتوي على أصول عديمة المخاطرة أو أصول خطرة. فإذا كانت المحفظة تتكون من أصول عديمة المخاطرة فإنّ العائد المتوقع في هذه الحالة يساوي العائد الخالي من المخاطرة الممثل بالنقطة $E_{(RF)}$، أما إذا احتوت المحفظة على أصول ذات مخاطرة، فإنّ المستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى بعلاوة المخاطرة risk premium، بمعنى أنّ أي محفظة تقع على النقطة $E_{(RF)}$ تكون خالية من الخطر وأيّ محفظة تقع على الخط CML تحتوي على جزء من المخاطر، كما أنه كلما ابتعدنا عن النقطة $E_{(RF)}$ كلما زاد الخطر وزاد العائد.

- **خط سوق الأوراق المالية: security market line**

يصف خطُّ سوق رأس المال CML العلاقة بين العائد والحظر للمحافظ الكفء، إلاّ أنّ المستثمرين والمدراء يهتمون أكثر بالعلاقة بين العائد والخطر على الورقة المالية الواحدة. كما لاحظنا تتعرض الورقة المالية المفردة لنوعين من المخاطر: مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة. وعلى افتراض التنويع الكامل للمحفظة الاستثمارية فإنّ المخاطر غير المنتظمة يتمّ التخلص منها تماماً، ولذلك فإنّ مساهمة الورقة المالية الواحدة في مخاطرة المحفظة الاستثمارية هي المخاطرة المنتظمة فقط والتي يتم قياسها باستخدام بيتا beta.

[1] المرجع السابق.

إنّ العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة للورقة المالية يمكن تمثيلها بيانياً بالشكل الآتي[1]:



الرسم (7/2) خط الأوراق المالية SML

حيث تظهر بيتا على المحور الأفقي، والعائد المتوقع على المحور الرأسي، أما الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة يسمى بخط الأوراق الماليةSML. وإنّ نقطة تقاطع خط الأوراق المالية مع المحور الأفقي النقطة $E_{(RF)}$ تمثل العائد الخالي من الخطر. وبما أنّ بيتا محفظة السوق تساوي الواحد على اعتبار أنّ التباين المشترك لمحفظة السوق يعادل تماماً تباين محفظة السوق، فإنّ المخاطر المنتظمة للمحفظة الكفء تساوي تماماً المخاطر الكلية لتلك المحفظة والتي يعبر عنها بالتباين.

يعبر عن معادلة خط الأوراق المالية[2]:

$$ri = r_{Rf} + Bi(r_m - r_{Rf})$$

حيث أنّ:

ri العائد المتوقع على الورقة المالية i

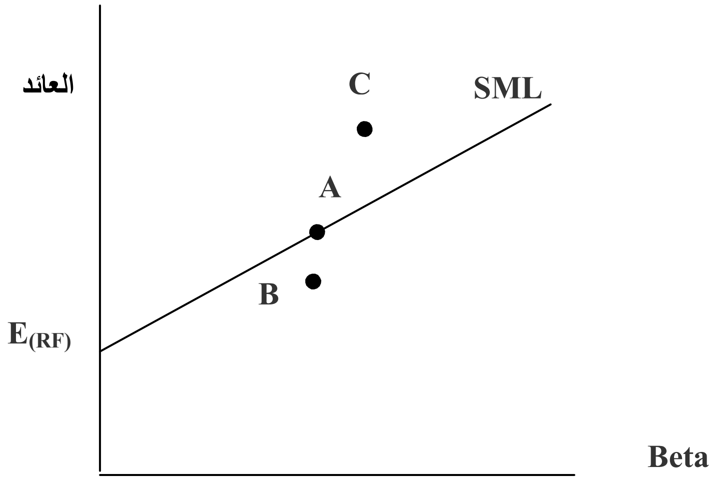
r_{Rf} العائد الخالي من الخطر.

$Bi(r_m - r_{Rf})$ علاوة الخطر للورقة المالية i

Bi المخاطر المنتظمة للورقة المالية i (يمثل درجة حساسية عائد السهم مجال التقييم للمخاطرة السوقية).

[1] Reilly, Frank k , Ibid, 2006,p204

[22] مطر، محمد، مرجع سابق، 2005، ص225.



رسم رقم (8/2) نقاط العوائد المقدرة على الخط SML

يساعد خط سوق الورقة المالية المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري، إذ يمكنه من التعرف على الأوراق المالية المقيمة بأقلّ أو أعلى من قيمتها الحقيقية. ففي السوق ذي الصيغة القوية للكفاءة لا يتوقع أن يقع أيّ أصل خارج الحظ SML وذلك لأنه في التوازن يجب أن تحقق جميع الأسهم معدل عائد فترة احتفاظ مساوي لمعدل العائد المطلوب بشكل بديل في السوق شبه القوي هنالك عدد من حالات عدم التسعير الدقيق للورقة[1] وبالتالي فإنّ:

- الأسهم التي تقع عوائدها أعلى خط سوق الأوراق المالية مثل النقطة C في الرسم البياني رقم (8/2)، فهذا يعني أنّ الورقة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي فإنّ المستثمر سوف يتخذ قرار بشراء الورقة (C).
- الأسهم التي تقع عوائدها أسفل خط سوق الأوراق المالية مثل النقطة B تعطي عوائد أقل من معدل العائد المطلوب في ظلّ المخاطر النظامية والتي تقاس بدلالة بيتا، وبالتالي فإنّ المستثمر سوف يتخذ قرار بعدم الإقدام على شراء هذه الورقة (B).

إنّ التفاوت بين العائد المتوقع للسهم والعائد المطلوب للسوق المناظر لهذا النوع من الأسهم يقاسُ بالمسافة الرأسية بين عائد السهم وخط سوق الأوراق المالية، وتسمى هذه المسافة بألفا حيث يمكن قياسها كما يأتي[2]:

ألفا= عائد السهم _ معدل العائد المطلوب

---

[1] Brown, Keithic , Ibid, 2006,p242.

[2] حنفي، عبد لغفار، مرجع سابق، 2005، ص111.

ثالثاً: نظرية الاربتراج Arbitrage pricing theory:

تبحث نظرية الاربتراج أيضاً في العلاقة بين العائد والمخاطرة و تعدّ نظريةً بديلةً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية. وقد وضع Steven Ross أسس هذه النظرية في دراسة نشرت في عام 1976. وتستند هذه النظرية إلى ثلاث فرضيات رئيسية وهي[1]:

1. المنافسة التامة في أسواق رأس المال
2. يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.
3. يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية عن مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسة.

وتستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية (العوامل المنتظمة)التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية. و يعبر عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل وفق العادلة الأساسية الآتية[2]:

$$R_i = E_{(Ri)} + S_1 b_{1i} + S_z b_{i2} + S_k b_{ik} + \ldots\ldots + e_i$$

حيث أنّ:

R_i: العائد على الورقة المالية i خلال فترة زمنية معينة حيث n = عدد الفترات

$E_{(Ri)}$: العائد المتوقع على الورقة المالية i إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية (عوامل الخطر) مساوياً للصفر.

B_{ik}: درجة حساسية العائد على الورقة المالية i للتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

S_k: مجموعة العوامل أو المؤشرات الرئيسية التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.

e_i: تأثير العوامل المرتبطة بالمنشأة (المخاطر غير المنتظمة) على العائد.

تتمثل المشكلة الرئيسة في نظرية الاربتراج في عدم تحديد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية وعددها. ولذلك فإن الأبحاث التي أجريت على هذه النظرية تتفاوت في تحديد عدد العوامل وتحديد ماهيتها.ومن أهم هذه النماذج:

- **نموذج فاما – فرنش المكون من ثلاثة عوامل:**

قام كلٌّ من Keneth R.French & Engene F.Farm بتقديم نموذج من ثلاث عوامل لتوضيح العلاقة بين العائد والخطر، وذلك وفق المعادلة الآتية[3]:

---

[1] تيِّم، فايز، مرجع سابق، 2005، ص277.

[2] Brown, Keith. C, Ibid, 2006, p271.

[3] Eugene F. Fama, and Kenneth R. French, 1993, "common Risk Factors in the Return on stocks and bonds", Journal of Financial Economics 33,no1 (January , p3-56.

$$(r_i - r_{FR}) = a_i + b_{i1} (r_m - r_{Frt}) + b_{i2} SMB_t + b_{i3} HML_t + e_{it}$$

حيث أنّ:

r_i العائد المحقق على السهم i

r_{FR} العائد الخالي من الخطر

r_m العائد التاريخي على السوق

HML_t العائد التاريخي على المحفظة ذات النسبة المرتفعة لـ القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية ناقص العائد التاريخي على المحفظة ذات النسبة المنخفضة.

SMB_t العائد التاريخي على المحفظة ذات الحجم الصغير ناقص المحفظة ذات الحجم الكبير.

b_{i1} ، b_{i2}، b_{i3}، معامل الانحدار للسهم i

a_i ثابت المعادلة

e_{it} الخطأ العشوائي يعكس الفرق بين العائد الفعلي على السهم i خلال فترة زمنية معينة والعائد المتوقع لهذا السهم وفق خط الانحدار.

تم تصميم المحفظة SML لإظهار تأثير الخطر المرافق لحجم الشركة (القيمة السوقية لحقوق الملكية)، بينما المحفظةHML صممت لتصنف الخطر المترافق مع اختلاف نسبة القيمة الدفترية على القيمة السوقية.

مزايا طريقة الاربتراج:

- العوائد على الأوراق المالية تتأثر بمجموعة من العوامل مثل التضخم، سعر الفائدة، مستوى النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، التغيرات السياسية، وغيرها من العوامل المتعددة، وكما هو واضح فإن هذه النظرية تختلف عن نظرية تسعير الأصول الرأسمالية التي تعتبر أنّ المتغير المهم هو درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العائد على محفظة السوق (بيتا).
- جميع الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل، ولكن بدرجات مختلفة. على سبيل المثال، إنّ تأثير التغير في مستوى الناتج المحلي الإجمالي على الأسهم ليس متساوياً. حيث أنّ أسهم الشركات المنتجة للسلع الكمالية تتأثر بدرجة أكبر من أسهم الشركات المنتجة للسلع الضرورية. لذلك فإنه من المتوقع أن تكون قيمة B_{ik} لشركة من النوع الأول أكبر من قيمة B_{ik} لشركة من النوع الثاني. وكذلك الأمر بالنسبة لبقية العوامل في النظرية.

- تفترض عدداً أقل من الفرضيات.

وأخيراً يعتبر تطبيق نظرية تسعير الأصول الرأسمالية أكثر سهولة بالنسبة للمستثمرين، بينما يعتبر تطبيق نظرية الاربتراج أكثر تعقيداً من حيث توفر البيانات والحاجة إلى تطبيق إجراءات إحصائية معقّدة.

المبحث الرابع

عرض أسلوب علمي من ضمن الدراسات يمكن للمستثمر أن يعتمد عليه عند اختيار ورقته المالية

أيُّ مستثمر في سوق الأوراق المالية سواء أكانت استثمارية صغيرة أم كبيرة، عليه أن يفكر ملياً في مقدار العائد الذي يمكن أن تحققه له هذه الأداة وما يصاحبها من مخاطر، وفيما يلي عدد من الخطوات الممكن إتباعها عند المقارنة بين عدد من البدائل الاستثمارية والتي تجمع العائد والخطر عند اتخاذ القرار الاستثماري:

1. استخدام البيانات التاريخية المتعلقة بالعائد: وذلك لتقدير العائد المتوقع خلال فترة الاحتفاظ، مع التأكيد على استخدام تقنيات القيمة الحالية للتأكد من أنّه تمّ أخذ القيمة الزمنية بعين الاعتبار.
2. باستخدام البيانات التاريخية المتعلقة بالعائد: يتمُّ تقدير الخطر المرتبط مع الاستثمار ولتقديره يتمُّ استخدام الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف ويمكن استخدام مقياس أكثر تحديداً بيتا.
3. يتمُّ تقدير سلوك العائد والخطر لبدائل الاستثمار للتأكد من أنَّ العائد المتوقع يتوافق مع مستوى الخطر فإذا كان هناك أداة أخرى تعطي خطراً أقل أو عائداً أكبر فإنّ الاستثمار يعتبر مقبولاً.
4. يتمُّ اختيار الأداة الاستثمارية التي تعطي أعلى عائد منسجم مع حجم الخطر الذي يتحمله المستثمر.

وربما يعتبر تحديد أو تقدير المخاطر بدقة أصعب مرحلة، إذ كلما استطاع المستثمر تحديد هذه المخاطر بدقة، كلما كان العائد المتوقع أدقّ، وفيما يلي مجموعة من الخطوات التي تساعده على جعل التنبؤ بالعوائد أكثر دقة:

- **التركيز على طبيعة عمل الشركة**: من الأهمية أنْ يكون المستثمر على دراية بـ:

1. طبيعة المنتجات التي تعمل الشركة على تصنيعها: طريقة تصنيعها، أسماء هذه المنتجات، نوعيتها، حجم الطلب عليها، المنتجات البديلة، النظام التسويقي.......
2. فهم الإيرادات والنفقات المتعلقة بعمل الشركة ومقارنة أرباح الشركة التشغيلية مع مبيعاتها لعدد من السنوات وقدرة الشركة في السيطرة على التكاليف التشغيلية.
3. مزايا المنافسة لهذه الشركة ومدى استمراريتها فالامتياز هو المصدر الوحيد الذي يسمح بزيادة الأسعار دون الخوف من فقدان الحصة في السوق، فالشركات صاحبة

الامتياز تكون قادرة على زيادة الأسعار حتى عندما يكون الطلب ثابتـا والطاقـة الإنتاجية ليست بحدها الأقصى، أما الشركات التي تقوم بإنتاج سلع عاديـة فإنهـا تتنافس فقط على السعر وهذا يعني انخفاض هامش الربح في حـال عـدم قـدرة الشركة على تخفيض التكاليف وزيادة المخاطر المحيطة بالشركة.

4. عمر الشركة التشغيلي وسمعتها بالسوق .

- **التركيز على جودة الإدارة:** تعمل الإدارة التي تتمتع بالمصداقية والثقة على تحقيـق مصالح المساهمين وللتعرف على مدى المصداقية يمكن الاعتماد على:

1. مراجعة التقارير المالية السنوية مع التركيز على مقارنة الخطط المصرح بها مع النتائج
2. مقارنة استراتيجيتها في السنوات السّابقة مع ما صرحت به خلال السنة الحاليـة لمعرفة مدى التغيير في أسلوب التفكير .

- **التركيز على الوضع المالي للشركة:**على المستثمر أن يفهم ويحلل البيانات الماليـة المتعلقة بالشركة التي يودُّ الاستثمار بها وذلك ليتمكن من معرفة العوائـد المتوقعـة (الأرباح، التوزيعات، التدفقات النقدية) ومن أهم المعلومات الواجب التركيز عليها:

1. العائد على حقوق الملكية: ROE نتيجة لأهمية هذه النسبة كمؤشر عن الأداء يتم تقسيم أو دراسة هذه النسبة اعتمادا على نموذج ديبونت:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{صافي المبيعات}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

العائد على حقوق الملكية = هامش الربح × معدل دوران الأصول × الرافعة المالية

تعكس النسبة (1) و(2) الأداء التشغيلي للشركة أما النسبة الثالثة فـتعكس القـرار التمويل. على المستثمر أن يعمل على دراسة كل نسبة من هذه النسب لمعرفة قدرة الإدارة على رفع العائد على حقوق الملكية ROE وذلك بـ:

1.1 فحص ومراقبة تأثير الأداء العادي للشركة فقط على صـافي الـربح بعـد الضريبة فمن الضروري فحص العمليات غير التشغيلية وغيرالعاديـة، أي: لابد من معرفة مصدر الأرباح التي تحققها الشركة. هل هي أرباح ناتجة عن

النشاط التشغيلي الفعلي أم هي أرباح ناتجة عن مصادر أخرى مثل تصفية الشركة لأصولها .

2.1 مراقبة الرفع المالي فمن الضروري التركيز على الشركات التي توظف مقدار ضئيل من الدين أو التي لا تعتمد على الديون حيث أنّ زيادة الاعتماد على الدين يؤدي إلى زيادة العائد على حقوق الملكية ROE ولكن في المقابل يؤدي لزيادة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

2. أرباح الشركة EPS وقد أظهرت العديد من الدراسات منها دراسة عبد الحكيم الرحبي (2007)[1] ودراسة حميده (2001)[2] أن سعر الأوراق المالية وحجم التعامل فيها يتأثر بنشر كل من رقم صافي الربح الفعلي والربح المتوقع تحقيقه.

3. معدل النمو: لابدّ من تحديد هذا المعدل لكلّ من التدفقات النقدية، الأرباح، والتوزيعات، إذ تعتبر من المعلومات الهامة لكل من المستثمر الحالي والمرتقب، فقيمة الشركة تعتمد على النمو المستقبلي لأرباحها. وتعتبر كلٌّ من الأرباح المحتجزة ومعدل العائد المحقق على الأموال المعاد استثمارها الأساس في حساب معدل النمو، كما يمكن حساب هذا المعدل اعتماداً على البيانات التاريخية وتعتبر حوالي 20 سنة من المشاهدات السنوية مثالياً. ولكن من المهم أيضاً اتخاذ فترات فرعية بالإضافة إلى إجمالي الفترة (يدل فيما إذا كان هناك تغير في معدلات النمو).

- يجب أن يشمل تقدير العوائد المتوقعة الناجمة عن أي استثمار تقدير كل من حجم وشكل وتوقيت هذه التدفقات بالإضافة إلى المخاطر المحيطة بها والتي تؤثر على معدل العائد المطلوب، وذلك للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنها مع السعر السوقي الحالي، فإذا كانت القيمة الحقيقية أقلّ من السعر السوقي يتخذ القرار النهائي بالعملية الاستثمارية والمتعلق بشراء هذه الورقة، والعكس صحيح أي إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من السعر السوقي يتخذ القرار النهائي بالعملية الاستثمارية والمتعلق ببيع الورقة أو عدم الإقدام على شرائها.

---

[1] عبد الحكيم الرحبي، محمد تيسير، 2007 " العلاقة بين الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل مع أسعار أسهم شركات الخدمات المتداولة في سوق بورصة عمان" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (2)، الجزء الأول.

[2] دراسة حميدة، عيد محمود، (2001) "أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم: دراسة نظرية وتطبيقية" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (2).

الفصل الثالث

الجانب العملي: الدراسة الميدانية

الفصل الثالث:

الجانب العملي: الدراسة الميدانية

يتناول هذا الفصل تحليلاً للبيانات التي احتوتها الاستبانة والتي أعدتها الباحثة في ضوء فرضيات البحث ووزعتها على عينة عشوائية من ذوي الاختصاص والأكاديميين والمهنيين العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية وشركات الوساطة المالية والشركات المساهمة، وذلك بهدف التأكد من صحة الدراسات النظرية التي قامت بها وتدعيماً للفرضيات التي وضعتها.

ومن أجل تحقيق ذلك، ترى الباحثة ضرورة مناقشة المواضيع التالية:

المبحث الأول: جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.

المبحث الثاني: تحليل واختبار البيانات والفرضيات.

المبحث الثالث: النتائج والتوصيات.

المبحث الأول:

جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة

تتناول الباحثة في هذا المبحث توضيحاً لأساليب جمـــع البيانـــات والأســـاليب الإحـــصائية المستخدمة والإجراءات التي اتبعت في معالجة أداة الدراسة والتي تتمثل في الاستبانة.

وقد تمت دراسة المواضيع التالية:

1. حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة.
2. أسلوب جمع البيانات وتصميم استمارة الاستبيان.
3. درجة استجابة العينة.
4. الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات.

أولاً :حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة :

ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها وجدت الباحثة ضـــرورة أن يتـــألف مجتمـــع الدراسة من أساتذة كلية الاقتصاد _ جامعة دمشق، وطلاب الدراسات العليـــا فـــي الأكاديميـــة العربية للعلوم المالية والمصرفية، بالإضافة إلى شركات الوساطة المالية وعدد مـــن الـــشركات المساهمة.

ثانياً : أساليب جمع البيانات :

1- استخدام قائمة الاستبانة:

لتحقيق الهدف من هذه الدراسة وجمع البيانات اللازمة، قامـــت الباحثـــة بتـــصميم اســـتبانة تضمنت معلومات عامة عن المشاركين في إجابات الاستبيان من حيث مؤهلاتهم، وتخصصاتهم وطبيعة عملهم. تمّ توزيع هذه الاستبانة على عينة الدراسة من خلال الزيارات الميدانية ومتابعة حثيثة من قبل الباحثة. استخدمت الباحثة مقياس ليكرت الخماسي للحصول على مؤشرات كمية يسهل إخضاعها للتحليل الإحصائي، وقد غطت أسئلة الاستبيان الفرضيات الثلاث الموضـــوعة لحل مشكلة الدراسة.

2- اختبار دقة أداة الدراسة:

قامت الباحثة بعرض استمارة الاستبيان على ستة محكمين متخصصين في مجال المحاســـبة والتمويل والإحصاء في جامعة دمشق لغرض اختبار صدق أداة الدراسة –استمارة الاســـتبيان– لقد أبدى المحكمون ملاحظاتهم الهامة والتي أخذت الباحثة بأغلبها عند إعداد الاستبيان بـــشكل نهائي، وذلك لتحديد مصداقية الأسئلة من حيث قياسها للجوانب التي صممت من اجلها.

الجدول رقم /1/ يوضح أسماء السادة الدكاترة المحكمين

أسماء الأساتذة المحكمين	الاختصاص
الأستاذ الدكتور خلف مطر الجراد	إحصاء
الأستاذ الدكتور حسين دحدوح	محاسبة
الأستاذ الدكتور فريد الجاعوني	إحصاء
الأستاذ المساعد الدكتور جمال اليوسف	إدارة
الأستاذ المساعد الدكتور قاسم النعيمي	إحصاء
الدكتور رغيد قصوعة	التمويل والمصارف

ثالثاً: درجة استجابة العينة:

وفي سبيل تحديد حجم العينة الواجب سحبها من المجتمع والذي هو بحدود N=2000 وهو رقم تقريبي اعتمدت الباحثة على القانون التالي في تحديد حجم العينة:

$$n = \frac{NZ^2_{\alpha/2}Q^2}{(N-1)d^2 + Z^2_{\alpha/2}Q^2}$$

حيث أن:

n حجم العينة

N تشير إلى حجم المجتمع وهو بحدود 2000

Q^2 التباين في المجتمع وقد قدرت قيمته في عينة استطلاعية 0.64= S^2

$Z^2_{\alpha/2}$ احتمال الدقة المطلوبة وقد اعتمدت احتمال دقة 99% حيث 2.58= $Z_{\alpha/2}$

d مقدار الخطأ المتسامح به لمتوسط الإجابات وقدر d =0.2

$$n = \frac{2000(2.58)^2(0.8)^2}{1999(0.2)^2 + (2.58)^2(0.8)^2} = 101$$

قامت الباحثة بتوزيع 105 استبانة على العينة التي حددتها والتي تتلاءم مع طبيعة الدراسة واستردت 82 منها أي ما نسبته 78%، ووجدت الباحثة ضرورة استبعاد أربع استبانات (إما لعدم استكمال إجابات أسئلة الاستبيان، أو لاختيار إجابة الحيادي لكل الأسئلة المطروحة)، أصبح إجمالي الاستبانات المقبولة للتحليل 78 أي ما نسبته 74,28% من الاستبانات الموزعة، وهي نسبة جديرة بالموثوقية العلمية ويمكن الاعتماد عليها.

الجداول الآتية تبين أساليب توزيع الاستبيان ومصداقية الإجابة:

العينة المستهدفة ودرجة الاستجابة الفعلية

فئة العينة	العينة المستهدفة ودرجة الاستجابة		نسبة الاستجابة الفعلية
	المستهدف	الاستجابة الفعلية	
الأساتذة الجامعيين	20	17	%85
العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية ووزارة المالية ومصرف سورية المركزي	31	23	%75
طلاب الدراسات العليا	22	15	%68
العاملين في الشركات المساهمة وشركات الوساطة المالية	32	23	%72
المجموع	105	78	%74,28

توزيع الأفراد في عينة الدراسة وفقاً للتغيرات المستقلة الآتية:

أولاً: المسمى الوظيفي (independent variable):

فئة المتغير	عدد الأفراد	النسبة المئوية
أستاذ جامعي	17	%21,8
مدير مالي	4	%5,1
مدير حسابات	5	%6,4
محاسب	16	%20.5
أخرى	36	%46,2
المجموع	78	%100

ثانياً: المؤهل العلمي (independent variable):

فئة المتغير	عدد الأفراد	النسبة المئوية
دكتوراه	18	%23,1
ماجستير	21	%26,9
دبلوم	14	%17,9
إجازة	24	%30,8
أخرى	1	%1,3
المجموع	78	%100

رابعاً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

1) تمّ الاعتماد على عدد من الأساليب الإحصائية المتمثلة في مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، واختبار One Sample T-Test بالإضافة إلى اختبار تحليل التباين ANOVA وذلك باستخدام الخدمة البرمجية (SPSS)، وذلك بهدف عرض نتائج الدراسة ووصف إجابات وآراء المجيبين التي انبثقت عن أسئلة الاستبانة، وتتمثل تلك الأساليب في:

- الوسط الحسابي:

هو من أهم مقاييس النزعة المركزية والأكثر شيوعاً واستخداماً على الإطلاق، إذ يمكن من خلاله معرفة القيمة التي تتركز حولها إجابات أفراد العينة.

- الانحراف المعياري:

يعرّف على أنه الجذر التربيعي لمتوسط مجموع مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي، فهو يقيس مقدار التشتت في البيانات حول الوسط الحسابي حصراً.بمعنى أن

ارتفاع قيمة الانحراف المعياري يعد دليلاً على وجود اختلاف أو تفاوت كبير في وجهات نظر أفراد العينة.

- اختبار T ستيودنت للعينة الواحدة One Sample T-Test:

يستخدم لاختبار فرضية تتعلق بالوسط الحسابي ويشترط لإجراء الاختبار أن تكون العينة عشوائية وقيم مشاهدات العينة مستقلة.

تشير قوة الاختبار الإحصائي إلى احتمال أن يعطي هذا التحليل نتائج معنوية إحصائية، بمعنى أن يتم رفض فرضية العدم إذا كانت خطأ وقبول الفرضية البديلة. ولاختبار صحة فرضية من حيث أن عينة تنتمي إلى مجتمع ذي قيمة وسطية معروفة وانحراف معياري غير معروف، يتطلب حساب ما يسمى إحصائياً " T المحسوبة" ولقد تمّ الاعتماد على اختبار T-Test للفروقات الإحصائية من أجل اختبار فرضيات الدراسة، وذلك من خلال استخدام البرنامج الإحصائيSPSS لاحتساب T الإحصائية .

كما تمّ الاعتماد على مستوى دلالة معنوي 0.05 كأساس لقبول الفرضيات أو رفضها، ويلاحظ أنه كلما زادت قيمة T الإحصائية المحسوبة عن القيمة الوسطية المفروضة للمجتمع عند مستوى دلالة (معنوي) أقل من 0.05 إلى أن يصل إلى الصفر دلّ ذلك على دقة البرهان وعلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

- اختبار تحليل التباين الأحادي ANOVA:

ويستخدم لاختبار معنوية الفروق بين أكثر من متوسطين لتحديد فيما إذا كانا من نفس المجتمع أم من مجتمعات مختلفة، وسوف يستخدم في هذه الدراسة لاختبار الفروق ومقارنة المتوسطات ومعرفة ما إذا كانت هناك فروق ذات دلالة بين فئات العينة، بحيث يتم مقارنة الدلالة الإحصائية المناظرة لكل قيمة محسوبة مع مستوى الدلالة (المعنوية) المعتمدة في هذه الدراسة 0.05، فإذا كانت الدلالة الإحصائية اكبر من 0.05 دلّ ذلك على عدم وجود فروق معنوية بين آراء المستجوبين، أما إذا أسفرت نتيجة المقارنة عن دلالة إحصائية أقل من أو تساوي 0.05 دلّ ذلك على وجود فروق معنوية بين أفراد العينة وفئات الدراسة لجهة متغيرات الدراسة المستقلة.

2) إجراءات معالجة الاستبانة:

سبق الإشارة إلى أن أداة الدراسة تتمثل في استبانة تم إعدادها وتصميمها بصورة علمية تتفق مع منهجية الدراسة وجانبها النظري، وقد اشتملت على جزأين رئيسيين:

الأول: تضمن الخصائص الشخصية للمستجيبين وهي المؤهل العلمي، والمسمى الوظيفي.

الثاني: وتضمن محاور الاستبيان لقياس متغيرات الدراسة حيث قسم هذا الجزء الى ثـلاث محاور و هي:

- العلاقة بين العوائد المتوقعة من القرار الاستثماري والمخاطر المرتبطة بها.
- العلاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفـيض المخـاطر المرتبطـة بتلـك الاستثمارات.
- العلاقة بين مدّة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بها.

وفي إطار معالجة الاستبانة تمّ تحديد مقاييس للإجابة على الأسئلة الواردة فيهـا باسـتخدام مقياس ليكرت ذي الخمس درجات في قياس آراء أفراد العينة حول المحـاور والأسـئلة التـي تضمنتها الاستبانة، حيث تمّ توزيع درجات الثقة على الشكل الآتي:

فئات الإجابات في استبيان البحث والقيم المرافقة المعطاة لكل فئة

إجابة البند	القيمة المعطاة
غير موافق بشدة	1
غير موافق	2
حيادي	3
موافق	4
موافق بشدة	5

المبحث الثاني:

تحليل واختبار البيانات والفرضيات

ستعمل الباحثة في هذا المبحث على تحليل البيانات التي تم التوصل إليها من خلال استمارات الاستبيان وما تشير إليه من دلالات مقارنة بالدراسة النظرية التي قامت بها الباحثة والتي انطلقت من الإطلاع والتحليل لأهم ما جاء في الكتب والدوريات المتعلقة بالمحاسبة والتمويل والتحليل المالي والاستثماري والمحافظ المالية .

وذلك بهدف التوصل إلى إطار موضوعي علمي يمكن للمستثمر من أن يعتمد عليه كمؤشر عند اتخاذه لقراره الاستثماري. لقد انطلقت الباحثة في سبيل إنجازها لبحثها من متغيرات مستقلة أهمها العائد والمخاطرة وتنويع المحفظة الاستثمارية ومدة الاحتفاظ بالأوراق المالية المستثمر بها والتي لها علاقة وتأثير قوي على القرار الاستثماري الذي يمثل المتغير التابع ومن أجل تحقيق الباحثة لبحثها وضعت ثلاث فرضيات أساسية هي:

1. هناك علاقة بين العوائد المتوقعة من القرار الاستثماري والمخاطر المرتبطة بها.
2. هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات.
3. هناك علاقة بين مدّة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بها.

بنت الباحثة الاستبيان الإحصائي وفق هذه الفرضيات التي تم مناقشتها في الجانب النظري في إطار أهم وأحدث ما توصلت إليه الدراسات النظرية

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى:

"هناك علاقة بين العوائد المتوقعة من القرار الاستثماري والمخاطر المرتبطة بها".

فالمتغير التابع في هذه الفرضية هو القرار الاستثماري الذي يتأثر ويتغير في ضوء المتغيرين المستقلين العائد والمخاطرة. ومن أجل التحقق من صحة هذه الفرضية الأساسية تم إجراء اختبار T-TEST للعينة الواحدة لدراسة دلالة الفروق بين القيمة المعيارية 3 وكل من متوسطات متغير العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري.

جدول رقم (1): نتائج اختبار T-TEST للعينة الوحيدة لدراسة دلالة الفروق بين القيمة المعيارية 3 وكل من متوسطات متغير العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري والمتعلقة بكل من العائد والخطر

رقم السؤال	البيان	القيمة المعيارية = 3				
		المتوسط الحسابي	الانحراف لمعياري	معامل الاختلاف	قيمةT المحسوبة	قيمة مستوى الدلالة
2	عند اختياري للورقة المالية: أنظر إلى عائدها الرأسمالي بالإضافة لتوزيعاتها الدورية التاريخية	4.42	0.675	0.152715	57.909	0
1	أنظر إلى التوزيعات الدورية التاريخية الناجمة عن الورقة	4.17	0.692	0.165947	53.206	0
8	أعتمد على صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد	4.26	0.711	0.166901	52.908	0
5	أهتم بالمخاطر النظامية إضافة إلى المخاطر غير النظامية المرافقة لها	4.13	0.903	0.218644	40.398	0
10	أعتمد على مقارنة مضاعف سعر الورقة مع معدل نمو أرباح الشركة المصدرة لها	4	0.926	0.2315	38.158	0
3	أبحث عن مستوى الطلب على تلك الورقة	3.76	0.9	0.239362	36.861	0
9	أعتمد على مضاعف سعر الورقة	3.73	0.949	0.254424	34.72	0
4	أهتم بالمخاطر غير النظامية المرافقة لها فقط	3.42	1.099	0.321345	27.503	0
7	أعتمد على معدل العائد الداخلي لتلك الورقة المالية فقط	3.08	1.029	0.334091	26.408	0
6	أعتمد على تقييم صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية فقط	3.23	1.116	0.345511	25.575	0

من خلال الجدول رقم (1) تبين أن مستوى الدلالة SIG لكافة أسئلة الاستبيان للفرضية الأولى هي اقل من الـ 0.05 الأمر الذي يدل على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، إضافة إلى أن جميع المتوسطات الحسابية أعلى من القيمة المعيارية الموضوعة كأساس لقبول أو رفض الفرضية. ومن خلال تحليل أسئلة الاستبيان تبين أن أكثر العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري هي كالآتي :

1 – السؤال رقم (2): **عند اختياري للورقة المالية انظر إلى العائد الرأسمالي بالإضافة إلى التوزيعات الدورية** حيث أن قيمة T المحسوبة بلغت 57.909 مع مستوى دلالة 0.05 كما حقق هذا السؤال أقل معامل اختلاف 0.152715 (بوسط حسابي 4.42 وهو أعلى بكثير من الوسط الحسابي المعياري (3) الموضوع من قبل الباحثة، وانحراف معياري 0.675 (أي التشتت عن الوسط الحسابي ليس بكثير))، وهذا يؤكد ويؤيد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين العوائد المحققة والقرار الاستثماري خاصة إذا ما أخذنا بالاعتبار الارتباط بين هذا السؤال والأسئلة الأخرى نجد أن هناك ارتباط موجب(انظر الملحق رقم 3) بين السؤال الثاني والسؤال الأول المتعلق بالتوزيعات الدورية التاريخية والسؤال الثالث المتعلق بمستوى الطلب على الورقة المالية. إضافةً إلى أن إجابات أغلب أفراد العينة جاءت ما بين الموافق والموافق بشدة بنسبة 92.3%، وهذا يؤكد ما جاءت به الباحثة في دراستها النظرية من أن العوائد (الدورية والرأسمالية) التي تحققها الورقة المالية تعتبر مؤشراً أساسياً لتحفيز المستثمر لاتخاذ القرار الاستثماري المتعلق باختيار ورقة مالية ما، وذلك بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي سيتم اختبارها من خلال هذه الاستبانة.

2- السؤال رقم /1/: **عند اختياري للورقة المالية انظر إلى التوزيعات التاريخية الناجمة عن الورقة،** حيث حقق هذا السؤال ثاني أكبر قيمة لـ T المحسوبة بلغت 53.206 مع مستوى دلالة 0.05 وبلغ معامل اختلاف 0.165947 (بمتوسط حسابي 4.17 وانحراف معياري 0.692)، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين العوائد المحققة والقرار الاستثماري.

أما إجابات أغلب أفراد العينة فكانت مابين الموافق والموافق جداً وذلك بأغلبية مقدارها 85.9% (انظر ملحق الجداول التكرارية) من إجمالي العينة، أي أن هنالك عدد كبير من المستثمرين يقومون باختيار الاستثمار في ورقة مالية ما وذلك على أمل الحصول على هذا النوع من العائد، وهذا ما أكدته الدراسة النظرية من أن العائد الدوري أو الجاري يشكل جزءاً أساسياً من إجمالي العائد المستهدف من قبل المستثمرين.

3- السؤال رقم (8): **عند اختياري للورقة المالية اعتمد على صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد**، إذ بلغت قيمة *T المحسوبة* 52.908 مع مستوى دلالة 0.05 أما قيمة معامل الاختلاف **0.166901** ، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين العوائد الناجمة عن الورقة المالية والمخاطر المحيطة بها من جهة والقرار الاستثماري من جهة أخرى، كما يدعم ما ورد في الدراسة النظرية التي أوضحت أن أهم الطرق المستخدمة من قبل المستثمرين للمفاضلة بين أدوات الاستثمار هي الطرق التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

4- السؤال رقم (5): **الاهتمام بالمخاطر النظامية بالإضافة إلى المخاطر غير النظامية المحيطة بالورقة المالية المراد اختيارها**، حيث بلغت قيمة T المحسوبة 40.398 مع مستوى دلالة 0.05 أما قيمة معامل الاختلاف **0.218644** (بمتوسط حسابي **4.13** وانحراف معياري **0.903**)، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين المخاطر المحيطة بالورقة المالية بنوعيها المخاطر النظامية وغير النظامية والقرار الاستثماري، كما تركزت إجابات أغلب أفراد العينة ما بين الموافق والموافق جداً بنسبة 78.2% من إجمالي العينة،وهذا يؤكد ما تمّ طرحه في الدراسة النظرية من أن المخاطر بنوعيها المنتظمة وغير المنتظمة تعتبر الركيزة الأساسية الأخرى بالإضافة إلى العائد التي يعتمد عليها من قبل المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري.

5- السؤال رقم (10): **الاعتماد على مقارنة مضاعف سعر الورقة مع معدل نمو أرباح الشركة المصدرة لها.** إذ بلغت قيمة T المحسوبة 38.158 مع مستوى دلالة 0.05 ومعامل الاختلاف 0.2315 (بمتوسط حسابي 4، وانحراف معياري 0.926)، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين العائد والقرار الاستثماري وبين المخاطر والقرار الاستثماري.إضافة إلى أن إجابات الأفراد تركزت ما بين الموافق والموافق جداً إذ بلغت نسبتها 76.6 من إجمالي العينة أي أن أغلبية الأفراد يهتمون بمضاعف سعر الورقة عند اختيارهم للورقة المالية كما أنهم يهتمون بربط هذا المؤشر مع معدل نمو أرباح الشركة المصدرة وذلك عند اتخاذ القرار الاستثماري، وهذا يؤيد الدراسة النظرية فيما يتعلق بأهمية حساب نمو مضاعف سعر السهم وذلك للتأكد من مدى مناسبة مضاعف سعر السهم لاختيار الورقة المالية وتخفيض التعرض لمخاطر انخفاض سعر السهم.

6- السؤال رقم (3): عند **اختيار الورقة المالية يتم البحث عن مستوى الطلب على تلك الورقة**، حيث حقق متوسط حسابي مقداره 3.76 وانحراف معياري 0.900، كما أن قيمة *T* المحسوبة بلغت36.861 مع مستوى دلالة 0.05 وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك

علاقة بين العوائد الناجمة عن الورقة المالية والمخاطر المحيطة بها من جهة والقرار الاستثماري من جهة أخرى.

7- السؤال رقم (4): **عند اختيار الورقة المالية يتم الاهتمام بالمخاطر النظامية فقط**، حيث بلغت قيمة ***T*** *المحسوبة* 27.503 مع مستوى دلالة 0.05 وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين المخاطر المحيطة بالورقة المالية والقرار الاستثماري، كما انه يؤكد ما جاءت به الباحثة في دراستها النظرية من أهمية هذا النوع من المخاطر والذي يؤثر على جميع الأوراق المالية بوجه عام.

8- السؤال رقم (7): **يتم الاعتماد على معدل العائد الداخلي عند اختيار الورقة المالية**، حيث بلغت قيمة ***T*** *المحسوبة* 26.408 مع مستوى دلالة 0.05، معامل الاختلاف 0.334091 (بمتوسط 3.08 وانحراف معياري 1.029)، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين العوائد المتوقعة من القرار الاستثماري والمخاطر المرتبطة بها.

9- السؤال رقم (6): **يتم الاعتماد على صافي القيمة الحالية عند اختيار الورقة المالية**، حيث حقق هذا السؤال قيمة ***لـ T*** *المحسوبة* 25.575 مع مستوى دلالة 0.05، كما أن متوسطه الحسابي بلغ 3.23، أما انحرافه المعياري فكان 1.116، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هناك علاقة بين العوائد الناجمة عن التدفقات النقدية والمخصومة بمعدل العائد المطلوب والقرار الاستثماري.

الفرضية الثانية:

" هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات"

ومن أجل التحقق من صحة هذه الفرضية الأساسية تم إجراء اختيار T-Test العينة الوحيدة لدراسة دلالة الفروق بين القيمة المعيارية 3 وكل من متوسطات متغير العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند تنويع الاستثمارات.

جدول رقم (2): نتائج اختبار T-TEST للعينة الوحيدة لدراسة دلالة الفروق بين القيمة المعيارية 3 وكل من متوسطات متغير العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري والمتعلقة بكل من التنويع وتخفيض المخاطر

رقم البند	البيان	القيمة المعيارية = 3				
		المتوسط الحسابي	الانحراف لمعياري	معامل الاختلاف	قيمةT المحسوبة	قيمة مستوى الدلالة
16	عند تكوين محفظتي الاستثمارية: أبحث في التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية وعوائد الأوراق المالية الأخرى المكونة للمحفظة	4.04	0.797	0.197277	44.763	0
14	عندما يكون السوق معافى أرغب بالتنويع المعتدل للمحفظة	3.82	0.802	0.209948	42.089	0
17	عند تكوين محفظتي الاستثمارية أهتم بالوزن النسبي لكل ورقة مالية	3.95	0.836	0.211646	41.723	0
15	عند تكوين محفظتي الاستثمارية:أبحث في الانحراف المعياري لعوائد الورقة المالية المراد الاحتفاظ بها	4	0.853	0.21325	41.425	0
13	عند اضطراب السوق أرغب بالتنويع الكبير للمحفظة	3.96	0.999	0.252273	35.014	0
11	إن تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر النظامية وغير النظامية	3.96	1.133	0.286111	30.874	0
18	عند تكوين محفظتي الاستثمارية:أبحث عن الأوراق المالية ذات علاقة الارتباط غير القوية مع عوائد الأوراق المكونة للمحفظة	3.85	1.14	0.296104	29.784	0
19	أهتم باحتواء المحفظة أوراق مالية تقدم معدل عائد خالي من الخطر	3.67	1.202	0.32752	26.931	0
12	إن تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر غير النظامية فقط	3.5	1.159	0.331143	26.662	0

من خلال جدول رقم (2) تبين أن مستوى دلالة sig لكافة أسئلة الاستبيان أصغر بكثير من القيمة 0,05، أي أننا نرفض فرضية العدم (H_0: لا يوجد فرق بين القيمة المعيارية 3 ومتوسطات الأسئلة) وبالتالي فإن الفرضية الثانية محققة: هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات.

ومن خلال تحليل أسئلة الاستبيان تبين أن أكثر العوامل المأخوذة بعين الاعتبار هي كالآتي:

1. السؤال رقم (16) **عند تكوين محفظتي الاستثمارية: أبحث في التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية وعوائد الأوراق المالية الأخرى المكونة للمحفظة**، حقق هذا السؤال أعلى قيمة لـ T المحسوبة بلغت 44.763 مع مستوى دلالة 0.05 ،وهذا يؤكد ويؤيد قبول الفرضية من أن هنالك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات وخاصة إذا ما أخذنا بالاعتبار الارتباط بين هذا السؤال والسؤال رقم (15) أي الاهتمام بالانحراف المعياري للورقة المراد اختيارها والسؤال رقم (17) وهو الاهتمام بالوزن النسبي.

   أما معامل الاختلاف 0.197277 (بوسط حسابي بلغ 4.04 وهو أعلى من الوسط الحسابي المعياري (3) الموضوع من قبل الباحثة. وانحراف معياري 0.797)، وهذا يؤيد ما جاء في الدراسة النظرية من أن التباين المشترك يعتبر عنصراً أساسياً يؤخذ بعين الاعتبار عند اختيار الورقة المالية.

2. السؤال رقم (14): **عندما يكون السوق معافى أرغب بالتنويع المعتدل للمحفظة**، حيث بلغت قيمة T المحسوبة 42.089 مع مستوى دلالة 0.05 ومعامل الاختلاف (**0.209948**)، أما إجابات أفراد العينة فتركزت على الخيار موافق بنسبة 56.4% وهذا يؤكد أهمية التنويع للمستثمر من أجل تخفيض المخاطر المحيطة بالورقة المراد اختيارها.

3. السؤال رقم(17): **عند تكوين المحفظة الاستثمارية أهتم بالوزن النسبي لكل ورقة مالية،** إذ بلغت قيمة T المحسوبة 41.723 مع مستوى دلالة 0.05 أما معامل الاختلاف (0.211646)، وهذا يؤكد أهمية تأثير الوزن النسبي للورقة المالية المراد اختيارها على مخاطر المحفظة. ويثبت ما جاء في الجانب النظري من أن تغير الأوزان النسبية للأوراق المالية المشكلة للمحفظة يؤدي إلى الحد من الآثار الإيجابية لتكوين المحفظة القائم على أساس التباين المشترك والمتمثل في انخفاض الخطر.

4. السؤال رقم (15): **عند تكوين محفظتي الاستثمارية:أبحث في الانحراف المعياري لعوائد الورقة المالية المراد الاحتفاظ بها**، فقد حققت T المحسوبة قيمة بلغت **41.425** مع مستوى دلالة 0,05، أما معامل الاختلاف فقد بلغ **0.21325** (بوسط حسابي 4 وانحراف معياري0.853)، هذا يؤكد صحة الفرضية من أن هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات.

كما تركزت إجابات أفراد العينة على الخيارين موافق وموافق جداً بنسبة 61%، هذا يؤكد مدى اهتمام الأفراد بإجمالي المخاطر المحيطة بالورقة المالية المراد إضافتها إلى محافظهم الاستثمارية، ويدعم ما جاء في الدراسة النظرية من أن المستثمر يهتم بتباين الأصل المضاف أو الانحراف المعياري للورقة المالية المراد إضافتها إلى محفظته الاستثمارية.

5. السؤال رقم (13): **عند اضطراب السوق أرغب بالتنويع الكبير للمحفظة**، حيث بلغت قيمة T المحسوبة 35,014 مع مستوى دلالة 0,05، أما معامل الاختلاف 0,252273 (بمتوسط حسابي 3,96 وانحراف معياري0.999) وهذا يؤكد صحة الفرضية من أن هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات.

6. السؤال رقم (11): **إن تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر النظامية وغير النظامية**، إذ بلغت قيمةT المحسوبة **30.874** مع مستوى دلالة 0,05 وحقق معامل الاختلاف قيمة مقدارها **0.286111**، هذا يؤكد صحة الفرضية من أن هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات

7. السؤال رقم (18): **عند تكوين محفظتي الاستثمارية:أبحث عن الأوراق المالية ذات علاقة الارتباط غير القوية مع عوائد الأوراق المكونة للمحفظة**، بلغت قيمة T المحسوبة 29.784 مع مستوى دلالة 0,05، ومعامل الاختلاف **0.296104** ، أما إجابات أفراد العينة فقد تركزت بين الموافق والموافق جداً (51 فرد من أصل 78)، وهذا يؤكد من أن التنويع القائم على أساس علاقة الارتباط له تأثير كبير على مخاطر المحفظة وعلى قرار اختيار الورقة المالية، وهذا ما أكده الجانب النظري من أنه إذا تمكن المستثمر من تشكيل محفظة استثمارية مكونة من ورقتين ماليتين وكانت قيمة معامل الارتباط بينهما تساوي (‎−1‎) فإنّ مخاطر المحفظة تكون في أدنى مستوى لها.

8. السؤال رقم (19): **عند تكوين محفظتي الاستثمارية أهتم باحتواء المحفظة أوراق مالية تقدم معدل عائد خالي من الخطر،** إذ حققت T المحسوبة قيمة 26,931 مع مستوى دلالة 0,05، أما معامل الاختلاف فقد بلغ 0,32752 وهذا يؤكد صحة الفرضية.كما تركـزت إجابات أفراد العينة في الخيارين موافق وموافق بشدة بنسبة65,4% وهـذا يؤكـد مـا توصلت إليه الباحثة من خلال دراستها النظرية من أنه عند الجمع بين أصل خالي مـن الخطر ومحفظة ذات أصول خطرة، فإن الانحراف المعياري لهذه المحفظة يساوي نسبة خطية للانحراف المعياري للمحفظة ذات الأصـول الخطـرة وذلـك علـى اعتبـار أن الانحراف المعياري للأصل الذي يقدم معدل عائد خالي من الخطر يساوي الصفر.

الفرضية الثالثة:

"هنالك علاقة بين مدة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الاستثمارات"

ومن أجل التحقق من صحة هذه الفرضية الأساسية تم إجراء اختبار T-TEST للعينة الواحدة لدراسة دلالة الفروق بين القيمة المعيارية 3 وكل من متوسطات متغير العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند تحديد مدة الاحتفاظ بالورقة المالية.

جدول رقم (3): نتائج اختبار T-TEST للعينة الوحيدة لدراسة دلالة الفروق بين القيمة المعيارية 3 وكل من متوسطات متغير العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري والمتعلقة بمدة احتفاظ المستثمر باستثماراته

رقم السؤال	البيان	القيمة المعيارية = 3				
		المتوسط الحسابي	الانحراف لمعياري	معامل الاختلاف	قيمةT المحسوبة	قيمة مستوى الدلالة
23	عندما يكون السوق في حالة هبوط أتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة	4.06	0.858	0.21133	41.835	0
25	عند اضطراب السوق أحتفظ بالأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة	4.13	0.873	0.21138	41.751	0
24	عندما يكون السوق في حالة هبوط اشتري الورقة المالية ذات السمعة التاريخية الجيدة.	4.05	0.938	0.231605	38.132	0
27	عند تكوين محفظتي الاستثمارية أقيم الأوراق المالية بشكل تبادلي	3.28	0.91	0.277439	31.845	0
26	عند ارتفاع السوق أعمل على إحلال الأوراق المالية ذات المخاطر النظامية المرتفعة	3.5	0.99	0.282857	31.217	0
21	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري لتبيع	3.58	1.075	0.300279	29.377	0
22	يعتمد قراري الاستثماري على شراء الأوراق المالية التي تجعل معدل دوران محفظتي منخفضاً	3.03	0.925	0.305281	28.874	0
20	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري واحتفظ	3.19	1.07	0.335423	26.356	0

من خلال الجدول رقم(3) تبين أن مستوى الدلالة SIG لكافة أسئلة الاستبيان للفرضية الثالثة هي اقل من الـ 0.5 الأمر الذي يدل على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، إضافة إلى أن جميع المتوسطات الحسابية أعلى من القيمة المعيارية الموضوعة كأساس لقبول أو رفض الفرضية.

ومن خلال تحليل أسئلة الاستبيان تبين أن أكثر العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري هي كالآتي :

1. السؤال رقم (23): **عندما يكون السوق في حالة هبوط أتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة،** حيث بلغت قيمةT المحسوبة **41.835** مع مستوى دلالة0,05 أما معامل الاختلاف فقد بلغ 0.21133، وهذا يؤكد قبول الفرضية من أن هنالك علاقة بين مدة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الاستثمارات، خاصة إذا ما أخذنا بالاعتبار علاقة الارتباط بين هذا السؤال والسؤال رقم (25) عندما يكون السوق مضطرب احتفظ بالأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة، و الذي جاءت أهميته في المرتبة الثانية حيث بلغت قيمةT المحسوبة**41.751** .أما إجابات أفراد العينة فقد تركزت معظمها على الخيارين موافق وموافق بشدة بنسبة 76.9% من أفراد العينة، وهذا يدعم ما جاءت به الدراسة النظرية من أنه عند ظهور بوادر انكماش في السوق وتوقع هبوط عام في العائد السوقي للأوراق المالية، يعمل مدراء المحافظ على التخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة واستبدالها بأوراق مالية منخفضة المخاطر وذلك لتخفيض خسائرهم المحتملة إلى حدها الأدنى.
2. السؤال رقم (24): **عندما يكون السوق في حالة هبوط اشتري الورقة المالية ذات السمعة التاريخية الجيدة،** إذ بلغت قيمة T المحسوبة 38.132 مع مستوى دلالة 0,05 أما معامل الاختلاف 0.231605، وهذا يؤكد صحة الفرضية من أن طول المدة الزمنية التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية تتأثر بالمخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الورقة.
3. السؤال رقم (27): **عند تكوين محفظتي الاستثمارية أقيم الأوراق المالية بشكل تبادلي** إذ بلغت قيمة T المحسوبة **31.845** مع مستوى دلالة 0,05 أما معامل الاختلاف **0.277439**، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية.
4. **السؤال رقم (26): عند ارتفاع السوق أعمل على إحلال الأوراق المالية** ذات **المخاطر النظامية المرتفعة** حيث حقق متوسط حسابي 3.5 وانحراف معياري 0.99، أما قيمة T المحسوبة 31.217 مع مستوى دلالة 0,05 وهذا ما يؤكد صحة الفرضية من أن هناك علاقة بين المدة الزمنية التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية والمخاطر والعوائد

المرتبطة بالورقة، كما أنه يؤكد ما تم عرضه في الجانب النظري من أن مدراء المحافظ يعملون على احتواء محافظهم أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة نسبياً وذلك عندما تظهر لديهم مؤشرات تنبئ عن انتعاش محتمل في السوق، وذلك طلباً لزيادة العائد المتوقع من الاستثمار.

5. السؤال رقم (21): **يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري لتبيع،** إذ بلغت قيمة T المحسوبة 29.377 مع مستوى دلالة 0,05، وبلغ معامل الاختلاف 0.300279، وبلغ وهذا يؤكد صحة الفرضية. كما بلغ عدد الأفراد الذين يعتمدون على هذا المبدأ نسبة 50% من أفراد العينة، ولوحظ وجود علاقة ارتباط سالبة بين هذا السؤال والسؤال رقم (20) المتعلق بالاعتماد على مبدأ اشتري واحتفظ حيث بلغ عدد الأفراد الذين يعتمدون على هذا المبدأ 41%.

6. السؤال رقم (22): **يعتمد قراري الاستثماري على شراء الأوراق المالية التي تجعل معدل دوران محفظتي منخفضاً**، حيث حقق هذا السؤال متوسط حسابي بلغ 3.03، وانحراف معياري مقداره 0.925، وقيمة T المحسوبة **28.874** ،وهذا يؤكد صحة الفرضية من أنّ هنالك علاقة بين مدة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الاستثمارات.

اختبار تحليل التباين الأحادي ANOVA :

وذلك للفروق بين إجابات أفراد العينة طبقاً لاختلاف المستوى الوظيفي والمؤهل العلمي.

- طبقاً لاختلاف المستوى الوظيفي:

الرقم	العبارة	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة ف	الدلالة الإحصائية
1	انظر إلى التوزيعات التاريخية الناجمة عن الورقة	بين المجموعات	2.001	4	0.5	1.048	0.388
		داخل المجموعة	34.832	73	0.477		
2	انظر إلى العائد الرأسمالي بالإضافة إلى التوزيعات الدورية التاريخية	بين المجموعات	2.853	4	0.713	1.618	0.179
		داخل المجموعة	32.185	73	0.441		
3	البحث عن مستوى الطلب على تلك الورقة	بين المجموعات	3.018	4	0.755	0.928	0.453
		داخل المجموعة	59.354	73	0.813		
4	أهتم بالمخاطر غير النظامية المرافقة فقط	بين المجموعات	4.562	4	1.141	0.941	0.445
		داخل المجموعة	88.476	73	1.212		
5	أهتم بالمخاطر النظامية بالإضافة إلى المخاطر غي النظامية المرافقة لها	بين المجموعات	1.979	4	0.495	0.595	0.668
		داخل المجموعة	60.739	73	0.832		
6	أعتمد على تقييم صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية فقط	بين المجموعات	2.618	4	0.654	0.512	0.727
		داخل المجموعة	93.228	73	1.277		
7	أعتمد على معدل العائد الداخلي لتلك الورقة المالية فقط	بين المجموعات	5.353	4	1.338	1.282	0.285
		داخل المجموعة	76.185	73	1.044		
8	أعتمد على صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد	بين المجموعات	2.299	4	0.575	1.147	0.341
		داخل المجموعة	36.572	73	0.501		
9	أعتمد على مضاعف سعر الورقة	بين المجموعات	0.517	4	0.129	0.137	0.968
		داخل المجموعة	68.829	73	0.943		
10	أعتمد على مقارنة مضاعف سعر الورقة مع معدل نمو أرباح الشركة المصدرة لها	بين المجموعات	0.548	4	0.137	0.153	0.961
		داخل المجموعة	65.452	73	0.897		

ليس لاختلاف المستوى الوظيفي أي أثر على اختلاف المتوسطات لعينة المستجيبين إذ أن جميع قيم الدلالة الإحصائية Sign أكبر من مستوى الدلالة 0.05.

• طبقاً لاختلاف المؤهل العلمي:

الرقم	العبارة	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة ف	الدلالة الإحصائية
1	انظر إلى التوزيعات التاريخية الناجمة عن الورقة	بين المجموعات	1.931	4	0.483	1.009	0.408
		داخل المجموعة	34.903	73	0.478		
2	انظر إلى العائد الرأسمالي بالإضافة إلى التوزيعات الدورية التاريخية	بين المجموعات	4.659	4	1.165	2.799	0.032
		داخل المجموعة	30.379	73	0.416		
3	ابحث عن مستوى الطلب على تلك الورقة	بين المجموعات	1.927	4	0.482	0.582	0.677
		داخل المجموعة	60.444	73	0.828		
4	أهتم بالمخاطر غير النظامية المرافقة فقط	بين المجموعات	4.189	4	1.047	0.86	0.492
		داخل المجموعة	88.849	73	1.217		
5	أهتم بالمخاطر النظامية بالإضافة إلى المخاطر غي النظامية المرافقة لها	بين المجموعات	2.456	4	0.614	0.744	0.565
		داخل المجموعة	60.262	73	0.826		
6	أعتمد على تقييم صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية فقط	بين المجموعات	5.687	4	1.422	1.151	0.339
		داخل المجموعة	90.159	73	1.235		
7	أعتمد على معدل العائد الداخلي لتلك الورقة المالية فقط	بين المجموعات	4.183	4	1.046	0.987	0.42
		داخل المجموعة	77.355	73	1.06		
8	أعتمد على صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد	بين المجموعات	0.665	4	0.166	0.318	0.865
		داخل المجموعة	38.206	73	0.523		
9	أعتمد على مضاعف سعر الورقة	بين المجموعات	3.34	4	0.835	0.924	0.455
		داخل المجموعة	66.006	73	0.904		
10	أعتمد على مقارنة مضاعف سعر الورقة مع معدل نمو أرباح الشركة المصدرة لها	بين المجموعات	1.55	4	0.387	0.439	0.78
		داخل المجموعة	64.45	73	0.883		

ليس لاختلاف المؤهل العلمي أي أثر على اختلاف متوسطات عينة المستجوبين وبالتالي نقبل الفرضية بأن هناك علاقة بين العائد المتوقع عن الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بها عند اتخاذ القرار الاستثماري".

عند تطبيق اختبار ANOVA على الفرضية الثانية والثالثة نلاحظ بأنه ليس لاختلاف المؤهل العلمي والمسمى الوظيفي أي أثر على اختلاف متوسطات عينة المستجوبين وبالتالي نقبل الفرضيات (أنظر الملحق رقم (4)).

المبحث الثالث:

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

من خلال الدراسات النظرية التي قامت بها الباحثة وتحليل نتائج الاستبانة التي أعدتها توصلت إلى عدد من النتائج التي يمكن أن يتم تلخيصها بما يلي:

1. تعتبر العوائد التي تحققها الورقة المالية المؤشر الأساسي لتحفيز المستثمر على الاستثمار بها، ويتم الاعتماد على هذا المقياس لترتيب الأوراق المالية والمفاضلة بينها وذلك في ضوء متغيرات أخرى هامة.
2. يهتم المستثمر بالعوائد الدورية التي تحققها الورقة المالية بالإضافة إلى العوائد الرأسمالية التي تمثل الفرق في قيمة الورقة بين فترة شرائها وفترة بيعها.
3. يهتم المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري في ورقة مالية ما بدراسة كلٍ من:

- المخاطر النظامية والتي تنجم عن عوامل تؤثر على جميع الأوراق المالية بوجه عام، وتؤدي إلى تغير عوائد هذه الأوراق ولكن بدرجات متفاوتة، مثل الحروب، التضخم،...
- المخاطر غير النظامية والتي تنجم عن عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للورقة وتؤثر في العائد المتوقع لهذه الورقة مثل طبيعة النشاط الذي تمارسه الجهة المصدرة، الأخطاء الإدارية ....

4. يعمل المستثمر في سبيل التخلص من المخاطر غير النظامية إلى تنويع الأدوات الاستثمارية التي يحتفظ بها في محفظته، ويركز خلال عملية التنويع على العوامل الآتية:

- التباين المشترك بين عائد ورقة ما وعوائد الأوراق الأخرى المكونة للمحفظة، أو على معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، إذ كلما كان معامل الارتباط بين ورقتين ماليتين منخفضاً كلما دلّ ذلك على انخفاض المخاطر.
- الوزن النسبي للورقة المالية داخل المحفظة، إذ يؤدي تغير الأوزان النسبية إلى تغير حجم مخاطر المحفظة أي: إذا تمّ تشكيل محفظة من ورقتين ماليتين وكان معامل الارتباط بينهما يساوي (−1) فإن الانحراف المعياري للمحفظة سوف يزداد بزيادة الوزن النسبي للورقة المالية ذات الانحراف المعياري المرتفع.

- الانحراف المعياري للاستثمارات الموجودة في المحفظة، نظرياً كلما زادت عدد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة كلما تناقصت أهمية هذا العنصر وزادت أهمية التباين المشترك أو معامل الارتباط.

5. إن لكل من العائد والخطر دور هام عند اختيار الورقة المالية فالمستثمر الرشيد يعمل على تحقيق التوازن بين هذين العنصرين في سبيل اتخاذ القرار الاستثماري المدروس الذي يعظّم له العائد ويقلل درجة المخاطرة.

6. يعتمد المستثمر عند المفاضلة بين الأوراق المالية على الطرق التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار (صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد).

7. هناك علاقة بين المدة الزمنية التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بها فعندما يكون السوق في حالة هبوط يسعى المستثمر إلى التخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة أما عند ارتفاع السوق فيعمل على احتواء محفظته أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة بهدف الحصول على عوائد أعلى.

8. وفقاً لاختبار ANOVA لا يوجد أي أثر لاختلاف المتغيرات المستقلة (المؤهل العلمي والمسمى الوظيفي) على اختلاف المتوسطات لعينة المستجيبين بالنسبة للفرضية الأولى وبالتالي نقبل الفرضية وهي أن هناك علاقة بين العائد المتوقع عن الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بها عند اتخاذ القرار الاستثماري".

9. وفقاً لاختبار ANOVA ليس لاختلاف المؤهل العلمي والمسمى الوظيفي أي أثر على اختلاف متوسطات عينة المستجوبين وبالتالي نقبل الفرضية الثانية هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماره وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات

10. وفقاً لاختبار ANOVA ليس لاختلاف المؤهل العلمي والمسمى الوظيفي أي أثر على اختلاف متوسطات عينة المستجوبين وبالتالي نقبل الفرضية الثالثة هنالك علاقة بين طول المدة الزمنية التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية و المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الورقة

ثانياً: توصيات البحث:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، توصي الباحثة بمجموعة من التوصيات والتي تأمل أن تساعد المستثمر في اختيار الورقة المالية بشكل كفؤ عند تكوين محفظته الاستثمارية أو محفظة المنشأة التي يعمل بها، وذلك على النحو الآتي:

1. ترى الباحثة أن على المستثمر العقلاني الراغب ببناء محفظة استثمارية طويلة الأجل أن يعمل على:

- تنويع محفظته الاستثمارية من خلال احتوائها على عدد من الأوراق المالية المدروسة من حيث العوائد المتوقعة والمخاطر المحيطة بها.
- التركيز على خصم التدفقات النقدية المستقبلية وذلك باستخدام صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي.
- دراسة التباين والتباين المشترك للأوراق المكونة للمحفظة وذلك بهدف تخفيض مخاطر المحفظة.
- أن يحافظ على معدل دوران منخفض للمحفظة الاستثمارية من خلال الاحتفاظ بالورقة المالية لأطول فترة ممكنة وبذلك يحمي نفسه من تقلبات الأسعار قصيرة الأجل ويستفيد من تخفيض تكاليف الصفقات.
- أن يتمتع بالصبر فأسعار الأوراق المالية تتأثر بعدد كبير من العوامل والقوى منها ما هو منطقي ومنها ما هو غير منطقي، فما دامت الشركة المصدرة للورقة محتفظة بالخصائص التي جذبته للاستثمار بها فإن سعر الورقة المالية سوف يرتفع من جديد.

2. تقترح الباحثة على المستثمر المهتم بإتباع سياسة الشراء بغرض البيع، أن يعمل على احتواء محفظته على اكبر قدر ممكن من الأدوات الاستثمارية وذلك بهدف الاستفادة من مزايا التنويع في تخفيض المخاطر غير المنتظمة.
3. ترى الباحثة أن على المستثمر الراغب باستخدام معدل العائد الداخلي عند المفاضلة بين البدائل الاستثمارية أن يكون على دراية بالأخطار التي قد يتعرض لها نتيجة استخدام هذه الطريقة (ظهور عدة معدلات للعائد الداخلي في حال وجود أكثر من تغيّر في إشارة التدفقات النقدية المتولدة عن الورقة المالية)
4. ترى الباحثة ضرورة اهتمام المستثمرين باحتواء محافظهم على أوراق مالية خالية من الخطر مثل سندات الخزينة (جاء اهتمام أفراد العينة بهذا السؤال في المرتبة قبل الأخيرة

فيما يتعلق بأسئلة الفرضية الثانية) إذ أنه اعتماداً على نظرية تسعير الأصول الرأسمالية فإنه للوصول إلى المحفظة الواقعة على خط سوق رأس المال (يمثل جميع المحافظ الكفء التي تشكل مجموعات خطية مكونة من الأصل الخالي من الخطر بالإضافة إلى محفظة الأصول الخطرة "محفظة السوق") لابد من احتواء محفظة المستثمر على أوراق مالية خالية من الخطر.

5. ترى الباحثة أن احتواء محفظة المستثمر على أوراق مالية خالية من الخطر تحقق له المزايا التالية:

- تخفيض مخاطر المحفظة إذ أن الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصل خالي من الخطر ومحفظة ذات أصول خطرة يساوي نسبة خطية للانحراف المعياري للمحفظة ذات الأصول الخطرة وذلك على اعتبار أن الانحراف المعياري للأصل الخالي من الخطر يساوي الصفر.
- يتمتع الأصل الخالي من الخطر بالسيولة العالية نظراً لسهولة تحويله إلى نقدية.

6. ترى الباحثة أن يعتمد المستثمر عند تقدير العوائد والمخاطر المستقبلية المحيطة بالورقة المالية المراد الاستثمار بها على تحليل الأداء التاريخي للجهة المصدرة لهذه الورقة ويضع تنبؤاته وفق تلك المعلومات بالإضافة إلى تحليل السياسات المالية والاقتصادية للدولة وفي ضوء المعلومات الأخرى التي تحتويها تقارير مجلس الإدارة والمدير العام ومفتش الحسابات.

المراجع

الكتب باللغة العربية

1. أحمد لطفي، أمين السيد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
2. آل شبيب، دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007.
3. تيَم، فايز، مطر، محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
4. الحسني، صادق، التحليل المالي والمحاسبي، مجدلاوي، عمان، 1998.
5. الحناوي، محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
6. حنفي، عبد لغفار، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
7. الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
8. الراوي، خالد، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، مطبعة المسيرة، عمان، 2000.
9. سالم، عبد الله، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت ،1990.
10. سلام، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية /تحليل وإدارة/، دار المسيرة، عمان، 2004.
11. شعار، نضال، الأسواق المالية (البورصة)، حلب، 2002.
12. عبد العال حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
13. عبد العال حماد، طارق، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
14. فؤاد التميمي، ارشد، تايه النعيمي، عدنان، التحليل والتخطيط المالي، اليازوري، عمان، 2008.
15. فلوح، صافي، تحليل القوائم المالية، جامعة دمشق، 2008.
16. فهد العربيد، عصام، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002.
17. كنعان، علي، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2008.
18. كويل، براين، أسواق المال ترجمة دار الفاروق للنشر، فايننشل ورلد ببلشينج، 2005.

19.محمد الداغر، محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصـــات)، دار الــشروق، عمـــان، 2005.

20.محمد عبد ربه، محمد، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

21.مرعي ،عبد الرحمن، العربيد، نضال، شركات الأموال، جامعة دمشق، 2007.

22.مطر، محمد عطية، مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات، المحاســب القــانوني العربـــي، ع/5/، 1986.

23.مطر، محمد، التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، عمان، 2000.

24.معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء،عمان ، 2003.

25.النعيمي، قاسم محمد، مبادئ الإحصاء، جامعة دمشق، 2004.

26.هندي، منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية /1/ (أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار)، المؤسسة العربية المصرفية، 1993.

27.هندي، منير إبراهيم، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، منـــشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

28.هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المصارف بالإسكندرية، 1997.

29.هندي، منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية(2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربيـــة المصرفية، 1993.

الكتب باللغة الإنكليزية :

1. Archer, Stephen, Financial management 2nd .ed , N.Y., U.S.A, 1983.
2. Bolton, Steven. E, Essential of Managerial finance , Houghton Mifflin Company, 1981.
3. Brealy, Richard . A, Myers, Stewart .C, Principles of Corporate Finance, 6th. ed, Stewart c. Myers, Mc Graw – hill, Irwin,U.S.A., 2000.
4. Brigham , Eugene, Essentials of Managerial Finance,11 th.ed.,N . Y .,U.S.A.,1996.
5. Brown, Keith. C, Reilly, Frank . k , Investment Analysis and portfolio management , 8th. ed., Thomson, U.S.A, 2006.
6. Don M. chance , An introduction to Derivative Risk Management , Thomson, 6th. Ed., U.S.A, 2004.
7. Francis, Jack ,Investment, 5th.-ed., New York, U.S.A, 1991.
8. Gallati, Reto R., Risk of Management and Capital Adequacy, New York, Mc Graw-Hill, 2003.
9. Gibson, Charles. H, Financial Reporting and Analysis, Thomson, U.S.A., 2004.
10. Gitman, Lawrence. J, Joehnk, Michael.D , Fundamental of investing , 9th. Ed., Pearson Addison Wesley, New York, 2005.
11. Gitman, Lawrence. J, Principles of Managerial Finance ,N.Y: Harper and Row-publisher, 1991 .
12. Hampton, John , Financial Decision Making, 4th .ed., New Delhi, India, 1996.
13. Higgins, Robert. C , Analysis for Financial Management, IRWIN, U.S.A, 1984.
14. Hitchner, James R. Financial Valuation: Application and Models, New Jersy, Jone Wiley&Sons, Inc, 2003.
15. Hull, John.C ,Options, Futures and Other Derivatives,5th,ed,Prentice Hall ,New Jersey, U.S.A, 2003.
16. International Financial Accounting Standards, no 32, par11, 2006.
17. International Financial Accounting Standards, no 33, par10, 2006.
18. Jeffrey C. Hooke, Security Analysis on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1998), p14.
19. Kidwell, Peterson, R. , Financial Institutions, Markets, and Money, 5th. Ed., the Dryden press, 1993.
20. obert g . h agstrom , The Warren Buffet , A New York Times Bestseller , 2 th.ed., 2005.
21. Pratt, Shannon P., Cost of Capital: Estimation and Applications, New York, John Wiley & Sons, Inc, 1998,
22. Rao,Ramsh,Financial Management,2nd.ed.,Singapor,1992.
23. Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon , financial Markets and institution, 3th.ed., MC Grow-Hill, Irwin, New York 2007.

الدوريات باللغة العربية:

1. عبد الحكيم الرحبي، محمد تيسير، 2007 " العلاقة بين الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل مع أسعار أسهم شركات الخدمات المتداولة في سوق بورصة عمان" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (2)، الجزء الأول.

2. دراسة حميدة، عيد محمود، (2001) "أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم: دراسة نظرية وتطبيقية" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (2).

3. مصطفى، نهال فريد، دور المعلومات المالية في تحديد المخاطرة السوقية للسهم، المجلة العلمية للاقتصاد التجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، عدد أول، 2000.

الدوريات باللغة الإنكليزية:

1. Amihud, Y.,and Mendelson, H., Liquidity and Asset Price: Implication Financial Management17(spring 1988
2. Ammann, Manuel, Steiner, Michael,2008, "Risk Factors for the Swiss Stock Market", Swiss Journal of Economics and Statistics, vol. 144(1), pp.1-35
3. Eugene F. Fama, and Kenneth R. French, 1993, "common Risk Factors in the Return on stocks and bonds", Journal of Financial Economics 33,no1 (January , p3-56
4. Evans, John, 1968., Diversification and the Reduction of Dispersion :An Empirical Analyze., Journal of Finance 23. no5 (December):761-767
5. F.Fama, Eugene, The Capital Asset Pricing Model:Theory and Evidance, Journal of Economic Perspectives ,VOL 18, No 3, 2004
6. Giaq X. Nguyen, Peggy E. Swanson, 2008 "Firm characteristics, Relative Efficiончy and equity Returns" Financial Management Association, www.FMA.org
7. Issa Maghyereh, Aktham, 2003, The Empirical Relationship Between Expected Return and Risk in Amman Stock Exchang, Hashemite University, Departmenr of Finance and Banking,www.ssrncom
8. Statman, Meri,1981, 'Betas compared, Merrill Lynch vs. value line' Journal of portfolio Management 7,no.2,p41-44
9. Ton, Thomas, 1982, You Can' t Diversify Without Diversifying, Journal of Portfolio Management 8,no2(winter): 5-11

الرسائل العلمية:

1. زين الدين، محمد حمود،" اثــر المخاطر المالية على عوائد وأسعار أســهم"، رســالة لنيــل درجــة الماجستير، جامعة عين شمس، 2005.
2. عيسى حمدان العبد اللات، مها، أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم، دراســة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الجامعة الأردنية، 1995.
3. مرعي، عبد الرحمن، دور سوق الأوراق المالية في تطوير المعلومات المحاسبية في سورية، دراسة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة دمشق، 1998.

المراسيم والقوانين:

القانون رقم /3/، قانون الشركات السوري، مادة /96/، 2008.

المرسوم التشريعي السوري رقم /60/ لعام 2007.

مواقع الانترنت:

www.arab-ency.com
www.investerguide.com
www.eleqt.com
www.FMA.org
www.ssrn.com

الملحق الأول: الاستبانة

الأستاذ الفاضل....تحية طيبة وبعد:

أضع بين أيديكم هذا الاستبيان الذي تم إعداده استكمالا لمتطلبات الحصول على رسالة ماجستير بعنوان " **أثر العائد والخطر على قرار الاستثمار في الأوراق المالية** "

وقد اعتمد الباحث على مقياس خماسي Liekart تم توزيع درجات الثقة على الشكل التالي:

موافق بشدة	**موافق**	**حيادي**	**غير موافق**	**غير موافق بشدة**
5 درجات	4 درجات	3 درجات	درجتان	درجة واحدة

أرجو التكرم والتفضل بالإجابة على الأسئلة المطروحة وتزويد الباحث بآرائكم القيمة من خلال **وضع إشارة (X) على الإجابة التي ترونها ملائمة** على السؤال المطروح، كما يأمل الباحث أن تغني إجاباتكم وترفع من المستوى العلمي لهذا البحث، والذي تأتي أهميته بشكل أكبر بعد البدء بأعمال التداول في بورصة دمشق للأوراق المالية. حيث أن نتائج هذا البحث يمكن أن تكون هادياً ومؤشراً للمستثمرين عند تكوين محافظهم الاستثمارية سواءً على المستوى الفردي أم على المستوى المؤسساتي.

يرجى العلم أن جميع الأسئلة المطروحة ضمن هذا الاستبيان لأغراض البحث العلمي وأن إجاباتكم ستكون محاطة بالسرية الكاملة والعناية العلمية الفائقة.

راجية من الله التوفيق

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام

الباحثة: نائلة زكريا

تتكون أسئلة الاستبيان من قسمين، يتعلق القسم الأول بالجوانب الشخصية للمجيب، بينمـــا يتعلق القسم الثاني بأسئلة ذات علاقة بمتغيرات الدراسة:

القسم الأول:

1. **المسمى الوظيفي:**

☐ أستاذ جامعي ☐ مدير مالي

☐ مدير حسابات ☐ محاسب

☐ أخرى.......

2. **المؤهل العلمي:**

☐ دكتوراه ☐ ماجستير

☐ دبلوم ☐ إجازة

☐ أخرى.......

القسم الثاني: الأسئلة

أولا: يرجى تحديد درجة موافقتكم من عدمها من أن هناك علاقة بين العائد المتوقع الناجم عن الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بها عند اتخاذ القرار الاستثماري

الرقم	البيـــــــــان	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة
	عند اختياري للورقة المالية:					
1	أنظر إلى التوزيعات الدورية التاريخية الناجمة عن الورقة					
2	أنظر إلى عائدها الرأسمالي بالإضافة لتوزيعاتها الدورية التاريخية					
3	أبحث عن مستوى الطلب على تلك الورقة					
4	أهتم بالمخاطر غير النظامية[1] المرافقة لها فقط					
5	أهتم بالمخاطر النظامية[2] إضافة إلى المخاطر غير النظامية المرافقة لها					
6	أعتمد على تقييم صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية فقط					
7	أعتمد على معدل العائد الداخلي لتلك الورقة المالية فقط					
8	أعتمد على صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد					
9	أعتمد على مضاعف سعر الورقة[3]					
10	أعتمد على مقارنة مضاعف سعر الورقة مع معدل نمو الأرباح					

---

[1] المخاطر غير النظامية: التقلب الذي يحصل في عائد ورقة مالية وناتج عن عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للورقة

[2]. المخاطر النظامية: المخاطر الناجمة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية.

[3] يعبر مضاعف سعر السهم عن عدد مرات ربحية السهم السنوية اللازمة لتغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين ويساوي: السعر السوقي للسهم العادي ÷ ربحية السهم العادي

ثانياً: يرجى تحديد درجة موافقتكم من عدمها من أن تنويع المستثمر لأدواته الاستثمارية يؤثر على المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات

الرقم	البيـــــان	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة
11	إن تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر النظامية وغير النظامية					
12	إن تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر غير النظامية فقط					
13	عند اضطراب السوق ارغب بالتنويع الكبير[1] للمحفظة					
14	عند يكون السوق معافى ارغب بالتنويع المعتدل[2] للمحفظة					
	عند تكوين محفظتي الاستثمارية:					
15	أبحث في الانحراف المعياري[3] لعوائد الورقة المالية المراد الاحتفاظ بها					
16	أبحث في التباين المشترك[4] بين عوائد الورقة المالية وعوائد الأوراق المالية الأخرى المكونة للمحفظة					
17	أهتم بالوزن النسبي[5] لكل ورقة مالية					
18	أبحث عن الأوراق المالية ذات علاقة الارتباط غير القوية مع عوائد الأوراق المكونة للمحفظة					
19	أهتم باحتواء المحفظة أوراق مالية تقدم معدل عائد خالي من الخطر[6]					

[1] احتواء المحفظة على اكبر عدد ممكن من الأوراق المالية الموجودة في السوق

[2] احتواء المحفظة على عدد من الأوراق المالية يتراوح مجموعها بين 15-20ورقة

[3] يقيس درجة ابتعاد أو تشتت القيم عن متوسطها

[4] التباين المشترك: مقياس إحصائي يشير إلى درجة تحرك عوائد ورقتين ماليتين معاً بالعلاقة مع متوسطاتهما عبر الزمن.

[5] الوزن النسبي: تمثل نسبة المبلغ المستثمر في الورقة i والتي تضمها المحفظة (القيمة السوقية للأصل في بداية الفترة مقسومة على إجمالي قيمة المحفظة في بداية الفترة)

6 معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر فيما إذا قام باستثمار أمواله في أداة استثمارية خالية من الخطر مثل أذونات الخزانة

ثالثاً: يرجى تحديد درجة موافقتكم من عدمها من أن طول المدة الزمنية التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية تؤثر على المخاطر المرتبطة بهذه الورقة

الرقم	البيان	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة
20	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري واحتفظ					
21	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري لتبيع					
22	يعتمد قراري الاستثماري على شراء الأوراق المالية التي تجعل معدل دوران محفظتي منخفضاً					
23	يعتمد قراري الاستثماري على التذبذبات اليومية لسعر السهم					
24	عندما يكون السوق في حالة هبوط أتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة					
25	عندما يكون السوق في حالة هبوط أشتري الورقة المالية ذات السمعة التاريخية الجيدة					
26	عند اضطراب السوق أحتفظ بالأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة					
27	عند ارتفاع السوق أعمل على إحلال الأوراق المالية ذات المخاطر النظامية المرتفعة					
28	عند تكوين محفظتي الاستثمارية أقيم الأوراق المالية بشكل تبادلي[1]					

شاكرين حسن تعاونكم

1 قبول إحدى الأوراق يعني رفض الآخر

الملحق الثاني: الجداول التكرارية

رقم	العبـــــــــــــارة	التكرار	درجة الموافقة				
		%	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة
1	النظر إلى التوزيعات التاريخية الناجمة عن الورقة	ك	25	42	10	1	0
		%	32.1	53.8	12.8	1.3	0
2	النظر إلى العائد الرأسمالي بالإضافة إلى التوزيعات الدورية التاريخية	ك	40	32	5	1	0
		%	51.3	41	6.4	1.3	0
3	البحث عن مستوى الطلب على تلك الورقة	ك	17	32	22	7	0
		%	21.8	41	28.2	9	0
4	الاهتمام بالمخاطر غير النظامية المرافقة فقط	ك	12	30	19	13	4
		%	15.4	38.5	24.4	16.7	5.1
5	الاهتمام بالمخاطر النظامية بالإضافة إلى المخاطر غي النظامية المرافقة لها	ك	32	29	12	5	0
		%	41	37.2	15.4	6.4	0
6	الاعتماد على تقييم صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية فقط	ك	12	20	23	20	3
		%	15.4	25.6	29.5	25.6	3.8
7	الاعتماد على معدل العائد الداخلي لتلك الورقة المالية فقط	ك	6	24	20	26	2
		%	7.7	30.8	25.6	33.3	2.6
8	الاعتماد على صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد	ك	30	40	6	2	0
		%	38.5	51.3	7.7	2.6	0
9	الاعتماد على مضاعف سعر الورقة	ك	19	26	27	5	1
		%	24.4	33.3	34.6	6.4	1.3
10	الاعتماد على مقارنة مضاعف سعر الورقة مع معدل نمو أرباح الشركة المصدرة لها	ك	26	33	12	7	0
		%	33.3	42.3	15.4	9	0

رقم	العبـــــــــــــــارة	التكرار	درجة الموافقة				
		%	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة
11	تنويع المحفظة يقلل من المخاطر النظامية وغير النظامية	ك	33	22	12	9	2
		%	42.3	28.2	15.4	11.5	2.6
12	تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر غير النظامية فقط	ك	20	20	18	19	1
		%	25.6	25.6	23.1	24.4	1.3
13	عند اضطراب السوق أرغب بالتنويع الكبير للمحفظة	ك	29	25	16	8	0
		%	37.2	32.1	20.5	10.3	0
14	عندما يكون السوق معافى أرغب بالتنويع المعتدل للمحفظة	ك	13	44	15	6	0
		%	16.7	56.4	19.2	7.7	0
15	عند تكوين المحفظة ابحث في الانحراف المعياري لعوائد الورقة المالية المراد الاحتفاظ بها	ك	22	39	13	3	1
		%	28.2	50	16.7	3.8	1.3
16	عند تكوين المحفظة ابحث في التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية وعوائد الأوراق المالية الأخرى المكونة للمحفظة	ك	24	35	17	2	0
		%	30.8	44.9	21.8	2.6	0
17	أهتم بالوزن النسبي لكل ورقة مالية	ك	21	36	17	4	0
		%	26.9	46.2	21.8	5.1	0
18	ابحث في الأوراق المالية ذات علاقة الارتباط غير القوية مع عوائد الأوراق الأخرى المكونة للمحفظة	ك	29	22	15	10	2
		%	37.2	28.2	19.2	12.8	2.6
19	أهتم باحتواء المحفظة على أوراق مالية تقدم معدل عائد خالي من الخطر	ك	22	29	10	13	4
		%	28.2	37.2	12.8	16.7	5.1

رقم	العبــــــــــــارة	التكرار	درجة الموافقة				
		%	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة
20	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري واحتفظ	ك	9	23	23	20	3
		%	11.5	29.5	29.5	25.6	3.8
21	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري لتبيع	ك	20	19	26	12	1
		%	25.6	24.4	33.3	15.4	1.3
22	يعتمد قراري الاستثماري على شراء الورقة المالية التي تجعل معدل دوران محفظتي منخفضاً	ك	2	23	33	15	5
		%	2.6	29.5	42.3	19.2	6.4
23	عندما يكون السوق في حالة هبوط أتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة	ك	27	33	14	4	0
		%	34.6	42.3	17.9	5.1	0
24	عندما يكون السوق في حالة هبوط أشتري الورقة المالية ذات السمعة التاريخية الجيدة	ك	28	34	8	8	0
		%	35.9	43.6	10.3	10.3	0
25	عند اضطراب السوق أحتفظ بالأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة	ك	30	33	10	5	0
		%	38.5	42.3	12.8	6.4	0
26	عند ارتفاع السوق أعمل على إحلال الأوراق المالية ذات المخاطر النظامية المرتفعة	ك	13	27	25	12	1
		%	16.7	34.6	32.1	15.4	1.3
27	عند تكوين محفظتي الاستثمارية أقيم الأوراق المالية بشكل تبادلي	ك	6	26	32	12	2
		%	7.7	33.3	41	15.4	2.6

الملحق الرابع: اختبار تحليل التباين الأحادي ANOVA للفرضية الثانية "هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات" وفقاً لاختلاف المؤهل العلمي

الرقم	العبـــــارة	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة ف	الدلالة الاحصائية
11	تنويع المحفظة يقلل من المخـــاطر النظامية وغير النظامية	بين المجموعات	8.821	4	2.205	1.787	0.141
		داخل المجموعة	90.063	73	1.234		
12	تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر غير النظامية فقط	بين المجموعات	1.907	4	0.477	0.343	0.848
		داخل المجموعة	101.593	73	1.392		
13	عند اضطراب السوق أرغب بالتنويع الكبير للمحفظة	بين المجموعات	1.268	4	0.317	0.306	0.873
		داخل المجموعة	75.617	73	1.036		
14	عندما يكون السوق معافى أرغب بالتنويع المعتدل للمحفظة	بين المجموعات	0.442	4	0.11	0.164	0.956
		داخل المجموعة	49.046	73	0.672		
15	عند تكوين المحفظة ابحث في الانحراف المعياري لعوائد الورقة المالية المراد الاحتفاظ بها	بين المجموعات	2.095	4	0.524	0.709	0.588
		داخل المجموعة	53.905	73	0.738		
16	عند تكوين المحفظة ابحث في التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية وعوائد الأوراق المالية الأخرى المكونة للمحفظة	بين المجموعات	2.266	4	0.566	0.887	0.476
		داخل المجموعة	46.619	73	0.639		
17	أهتم بالوزن النسبي لكل ورقة مالية	بين المجموعات	0.083	4	0.021	0.028	0.998
		داخل المجموعة	53.712	73	0.736		
18	ابحث في الأوراق المالية ذات علاقة الارتباط غير القوية مع عوائد الأوراق الأخرى المكونة للمحفظة	بين المجموعات	2.321	4	0.58	0.433	0.784
		داخل المجموعة	97.833	73	1.34		
19	أهتم باحتواء المحفظة على أوراق مالية تقدم معدل عائد خالي من الخطر	بين المجموعات	9.937	4	2.484	1.788	0.14
		داخل المجموعة	101.397	73	1.389		

الملحق الرابع: اختبار تحليل التباين الأحادي ANOVA للفرضية الثانية "هناك علاقة بين تنويع المستثمر لاستثماراته وتخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات" وفقاً لاختلاف المستوى الوظيفي

الرقم	العبارة	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة ف	الدلالة الاحصائية
11	تنويع المحفظة يقلل من المخاطر النظامية وغير النظامية	بين المجموعات	6.76	4	1.69	1.339	0.264
		داخل المجموعة	92.124	73	1.262		
12	تنويع المحفظة الاستثمارية يقلل من المخاطر غير النظامية فقط	بين المجموعات	6.841	4	1.71	1.292	0.281
		داخل المجموعة	96.659	73	1.324		
13	عند اضطراب السوق أرغب بالتنويع الكبير للمحفظة	بين المجموعات	0.682	4	0.171	0.163	0.956
		داخل المجموعة	76.202	73	1.044		
14	عندما يكون السوق معافى أرغب بالتنويع المعتدل للمحفظة	بين المجموعات	2.496	4	0.624	0.969	0.43
		داخل المجموعة	46.991	73	0.644		
15	عند تكوين المحفظة ابحث في الانحراف المعياري لعوائد الورقة المالية المراد الاحتفاظ بها	بين المجموعات	2.203	4	0.551	0.747	0.563
		داخل المجموعة	53.797	73	0.737		
16	عند تكوين المحفظة ابحث في التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية وعوائد الأوراق المالية الأخرى المكونة للمحفظة	بين المجموعات	2.814	4	0.704	1.115	0.356
		داخل المجموعة	46.07	73	0.631		
17	أهتم بالوزن النسبي لكل ورقة مالية	بين المجموعات	4.043	4	1.011	1.483	0.216
		داخل المجموعة	49.752	73	0.682		
18	ابحث في الأوراق المالية ذات علاقة الارتباط غير القوية مع عوائد الأوراق الأخرى المكونة للمحفظة	بين المجموعات	3.286	4	0.822	0.619	0.65
		داخل المجموعة	96.868	73	1.327		
19	أهتم باحتواء المحفظة على أوراق مالية تقدم معدل عائد خالي من الخطر	بين المجموعات	4.502	4	1.126	0.769	0.549
		داخل المجموعة	106.831	73	1.463		

الملحق الرابع: اختبار تحليل التباين الأحادي ANOVA للفرضية الثالثة "هناك علاقة بين مدة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الاستثمارات" وفقــاً لاختلاف المؤهل العلمي

الرقم	العبـــــــــــارة	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة ف	الدلالة الاحصائية
20	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري واحتفظ	بين المجموعات	6.586	4	1.646	1.474	0.219
		داخل المجموعة	81.53	73	1.117		
21	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري لتبيع	بين المجموعات	8.556	4	2.139	1.94	0.113
		داخل المجموعة	80.482	73	1.102		
22	يعتمد قراري الاستثماري على شراء الورقة المالية التي تجعل معدل دوران محفظتي منخفضاً	بين المجموعات	3.504	4	0.867	1.024	0.401
		داخل المجموعة	62.444	73	0.855		
23	عندما يكون السوق في حالة هبوط أتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة	بين المجموعات	1.507	4	0.377	0.498	0.737
		داخل المجموعة	55.173	73	0.765		
24	عندما يكون السوق في حالة هبوط أشتري الورقة المالية ذات السمعة التاريخية الجيدة	بين المجموعات	2.684	4	0.671	0.752	0.56
		داخل المجموعة	65.111	73	0.892		
25	عند اضطراب السوق أحتفظ بالأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة	بين المجموعات	2.768	4	0.692	0.903	0.467
		داخل المجموعة	55.95	73	0.766		
26	عند ارتفاع السوق أعمل على إحلال الأوراق المالية ذات المخاطر النظامية المرتفعة	بين المجموعات	7.312	4	1.828	1.957	0.11
		داخل المجموعة	68.188	73	0.934		
27	عند تكوين محفظتي الاستثمارية أقيم الأوراق المالية بشكل تبادلي	بين المجموعات	15.083	4	3.771	5.651	0.007
		داخل المجموعة	48.712	73	0.667		

الملحق الرابع: اختبار تحليل التباين الأحادي ANOVA للفرضية الثالثة " هناك علاقة بين مدة احتفاظ المستثمر باستثماراته وبين المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الاستثمارات" وفقــاً لاختلاف المستوى الوظيفي

الرقم	العبـــــــــــــــارة	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة ف	الدلالة الاحصائية
20	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري واحتفظ	بين المجموعات	9.535	4	2.384	2.214	0.219
		داخل المجموعة	78.58	73	1.076		
21	يعتمد قراري الاستثماري على مبدأ اشتري لتبيع	بين المجموعات	8.337	4	2.084	1.885	0.113
		داخل المجموعة	80.702	73	1.106		
22	يعتمد قراري الاستثماري على شراء الورقة المالية التي تجعل معدل دوران محفظتي منخفضاً	بين المجموعات	0.681	4	0.17	0.19	0.401
		داخل المجموعة	65.268	73	0.894		
23	عندما يكون السوق في حالة هبوط أتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة	بين المجموعات	9.437	4	2.359	3.645	0.737
		داخل المجموعة	47.243	73	0.647		
24	عندما يكون السوق في حالة هبوط أشتري الورقة المالية ذات السمعة التاريخية الجيدة	بين المجموعات	3.413	4	0.853	0.967	0.56
		داخل المجموعة	64.382	73	0.882		
25	عند اضطراب السوق أحتفظ بالأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة	بين المجموعات	4.328	4	1.082	1.452	0.467
		داخل المجموعة	54.39	73	0.745		
26	عند ارتفاع السوق أعمل على إحلال الأوراق المالية ذات المخاطر النظامية المرتفعة	بين المجموعات	7.377	4	1.844	1.976	0.11
		داخل المجموعة	68.123	73	0.933		
27	عند تكوين محفظتي الاستثمارية أقيم الأوراق المالية بشكل تبادلي	بين المجموعات	14.331	4	3.583	5.288	0.06
		داخل المجموعة	49.463	73	0.678		

ملحق رقم /٣/ جدول يوضح علاقات الارتباط بين اسئلة الاستبانة من السؤال رقم ١ الى السؤال رقم ١٠

Correlations

			V1	V2	V3	V4	V5	V6	V7	V8	V9	V10
Spearman's rho	V1	Correlation Coefficient	1	0.422656	0.251115	0.129645	-0.013694	0.0713187	0.0132604	0.1842	0.046003	0.069378
		Sig. (2-tailed)	.	0.000116	0.026579	0.257934	0.90528	0.5349342	0.9082653	0.106442	0.689202	0.546131
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V2	Correlation Coefficient	0.422656	1	0.120952	-0.018372	-0.004347	0.0313633	-0.0203266	0.164586	0.148019	0.163675
		Sig. (2-tailed)	0.000116	.	0.291495	0.873157	0.96987	0.7851697	0.8597919	0.14988	0.195908	0.15218
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V3	Correlation Coefficient	0.251115	0.120952	1	0.332196	0.048436	0.100523	0.0603652	-0.083456	0.119737	0.177382
		Sig. (2-tailed)	0.026579	0.291495	.	0.002965	0.673671	0.3812025	0.5995811	0.467573	0.296403	0.120267
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V4	Correlation Coefficient	0.129645	-0.018372	0.332196	1	0.22373	0.2857375	0.3078921	-0.12267	0.25572	0.231931
		Sig. (2-tailed)	0.257934	0.873157	0.002965	.	0.048946	0.0112149	0.0061014	0.284643	0.02384	0.041029
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V5	Correlation Coefficient	-0.013694	-0.004347	0.048436	0.22373	1	-0.085699	-0.0653032	-0.079542	0.201002	0.308303
		Sig. (2-tailed)	0.90528	0.96987	0.673671	0.048946	.	0.4556492	0.5700094	0.488779	0.077631	0.00603
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V6	Correlation Coefficient	0.071319	0.031363	0.100523	0.285738	-0.085699	1	0.5450251	0.271266	0.149256	0.159353
		Sig. (2-tailed)	0.534934	0.78517	0.381203	0.011215	0.455649	.	0	0.016292	0.192156	0.163449
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V7	Correlation Coefficient	0.01326	-0.020327	0.060365	0.307892	-0.065303	0.5450251	1	0.059866	0.22256	0.304545
		Sig. (2-tailed)	0.908265	0.859792	0.599581	0.006101	0.570009	0	.	0.60261	0.050171	0.006709
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V8	Correlation Coefficient	0.1842	0.164586	-0.083456	-0.12267	-0.079542	0.2712655	0.0598657	1	0.215379	-0.024494
		Sig. (2-tailed)	0.106442	0.14988	0.467573	0.284643	0.488779	0.0162922	0.6026099	.	0.058257	0.831433
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V9	Correlation Coefficient	0.046003	0.148019	0.119737	0.25572	0.201002	0.1492557	0.2225598	0.215379	1	0.575914
		Sig. (2-tailed)	0.689202	0.195908	0.296403	0.02384	0.077631	0.192156	0.0501715	0.058257	.	0
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V10	Correlation Coefficient	0.069378	0.163675	0.177382	0.231931	0.308303	0.1593528	0.3045446	-0.024494	0.575914	1
		Sig. (2-tailed)	0.546131	0.15218	0.120267	0.041029	0.00603	0.1634486	0.0067089	0.831433	0	.
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

ملحق رقم /٣/ جدول يوضح علاقات الارتباط بين اسئلة الاستبانة من السؤال رقم ١١ الى السؤال رقم ١٩

Correlations

			V11	V12	V13	V14	V15	V16	V17	V18	V19
Spearman's rho	V11	Correlation Coefficient	1	-0.318313	0.059122	0.099676	-0.149141	-0.351931	-0.111787	-0.131625	-0.088793
		Sig. (2-tailed)	.	0.004509	0.607133	0.385247	0.192501	0.001579	0.32986	0.250672	0.439483
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V12	Correlation Coefficient	-0.318313	1	0.124407	-0.041386	0.125786	0.20529	0.171768	0.223823	-0.084634
		Sig. (2-tailed)	0.004509	.	0.277828	0.719026	0.272491	0.071379	0.132653	0.048849	0.461294
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V13	Correlation Coefficient	0.059122	0.124407	1	-0.001086	0.160078	0.018825	0.1871	0.128671	-0.059913
		Sig. (2-tailed)	0.607133	0.277828	.	0.992471	0.161517	0.870053	0.10095	0.261559	0.602325
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V14	Correlation Coefficient	0.099676	-0.041386	-0.001086	1	-0.014738	-0.136256	-0.002056	0.002856	0.159574
		Sig. (2-tailed)	0.385247	0.719026	0.992471	.	0.898094	0.234239	0.985746	0.980198	0.162857
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V15	Correlation Coefficient	-0.149141	0.125786	0.160078	-0.014738	1	0.559628	0.531576	0.44286	0.126662
		Sig. (2-tailed)	0.192501	0.272491	0.161517	0.898094	.	0	0	0	0.269139
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V16	Correlation Coefficient	-0.351931	0.20529	0.018825	-0.136256	0.559628	1	0.498058	0.193863	0.004439
		Sig. (2-tailed)	0.001579	0.071379	0.870053	0.234239	0	.	0	0.089002	0.969233
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V17	Correlation Coefficient	-0.111787	0.171768	0.1871	-0.002056	0.531576	0.498058	1	0.287138	0.069187
		Sig. (2-tailed)	0.32986	0.132653	0.10095	0.985746	0	0	.	0.010806	0.547241
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V18	Correlation Coefficient	-0.131625	0.223823	0.128671	0.002856	0.44286	0.193863	0.287138	1	-0.037664
		Sig. (2-tailed)	0.250672	0.048849	0.261559	0.980198	0	0.089002	0.010806	.	0.743375
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78
	V19	Correlation Coefficient	-0.088793	-0.084634	-0.059913	0.159574	0.126662	0.004439	0.069187	-0.037664	1
		Sig. (2-tailed)	0.439483	0.461294	0.602325	0.162857	0.269139	0.969233	0.547241	0.743375	.
		N	78	78	78	78	78	78	78	78	78

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

ملحق رقم /٣/ جدول يوضح علاقات الارتباط بين اسئلة الاستبانة من السؤال رقم ٢٠ الى السؤال رقم ٢٧

Correlations

			V20	V21	V22	V23	V24	V25	V26	V27
Spearman's rho	V20	Correlation Coefficient	1	-0.504297	0.178652	-0.247612	-0.052262	-0.051509	-0.082538	-0.269877
		Sig. (2-tailed)	.	0	0.117592	0.028837	0.649522	0.65425	0.472501	0.01687
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V21	Correlation Coefficient	-0.504297	1	-0.144892	0.390176	0.023431	0.190918	0.04492	0.214467
		Sig. (2-tailed)	0	.	0.205626	0.000413	0.838646	0.094059	0.696156	0.059356
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V22	Correlation Coefficient	0.178652	-0.144892	1	0.042606	-0.117192	0.111866	-0.113202	-0.010308
		Sig. (2-tailed)	0.117592	0.205626	.	0.7111	0.306863	0.329517	0.323739	0.928631
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V23	Correlation Coefficient	-0.247612	0.390176	0.042606	1	0.199776	0.274495	0.105568	0.207334
		Sig. (2-tailed)	0.028837	0.000413	0.7111	.	0.079497	0.015014	0.35764	0.068545
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V24	Correlation Coefficient	-0.052262	0.023431	-0.117192	0.199776	1	0.381516	0.15721	0.208861
		Sig. (2-tailed)	0.649522	0.838646	0.306863	0.079497	.	0.000568	0.16926	0.066487
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V25	Correlation Coefficient	-0.051509	0.190918	0.111866	0.274495	0.381516	1	0.111414	0.19362
		Sig. (2-tailed)	0.65425	0.094059	0.329517	0.015014	0.000568	.	0.331488	0.089412
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V26	Correlation Coefficient	-0.082538	0.04492	-0.113202	0.105568	0.15721	0.111414	1	0.125349
		Sig. (2-tailed)	0.472501	0.696156	0.323739	0.35764	0.16926	0.331488	.	0.274173
		N	78	78	78	78	78	78	78	78
	V27	Correlation Coefficient	-0.269877	0.214467	-0.010308	0.207334	0.208861	0.19362	0.125349	1
		Sig. (2-tailed)	0.01687	0.059356	0.928631	0.068545	0.066487	0.089412	0.274173	.
		N	78	78	78	78	78	78	78	78

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

Abstract:

The Impact of Risk and Return on Security Investment Decision

Most investors have their tendency toward security markets to invest their money and surplus of cash flows, because it provides many features such as secure, liquidity, and justice …..

An investment is simply defined as any vehicle into which investor's funds can be placed with the expectation that it will generate uncertain positive return. Therefore, the investor must consider the returns (current + capital) of each security and the major sources of risk which might affect it. Since there are many type of investors – rational – conservative – speculator, each has own attitude toward risk and return.

The risk is the chance that actual investment returns will differ from those expected, thus it indicates the possibility of uncertain outcome. Therefore, there are two sources of risk:

- Systematic risks: which affect all investment vehicles cause a change in their returns, and it can't be avoided.
- Un systematic risks: which affect the specific security, and derive from characteristics of issuer (e.g., business risk ….)

Depending on the risk-return trade-off and its influence on security investment, the scholar finds it's important to study the relationship between these factors in the investment process. Accordingly, she set a variety of rules and recommendations to be followed in investment process decision.

DAMASCUS UNIVERSITY
Economic faculty
Accounting department

THE IMPACT OF RISK AND RETURN ON SECURITY INVESTMENT DECISION

A master thesis

supervised by
Dr: Abdulrahman Merhi

Submitted by
Naila Fathi Zakaria

2009